

Análise Mensal

07 de Novembro de 2016

Mercados Financeiros

EM VÉSPERAS DE ELEIÇÕES

Paula Gonçalves Carvalho
Agostinho Leal Alves
José Miguel Cerdeira
Teresa Gil Pinheiro
Vânia Patrícia Duarte

- ▶ As primeiras estimativas de crescimento económico global no terceiro trimestre do ano confirmam uma tendência positiva, sinalizada pelos indicadores parcelares. Nos EUA, a actividade acelerou de 1.4% trimestral anualizado no 2T para 2.9%, ritmo assente sobretudo na recuperação das exportações num contexto em que o consumo privado e investimento se mostraram pouco dinâmicos. Mas dados os constrangimentos, apesar da aceleração registada entre Julho e Setembro, o PIB norte-americano deverá crescer pouco mais de 1.5%, longe dos valores anteriores a 2008. Também o Reino Unido mostrou um ritmo de expansão assinalável num contexto pós-referendo, desacelerando ligeiramente para um ritmo de +0.5% trimestrais. Entretanto, as primeiras estimativas nos países da UEM dão conta de crescimento em torno de 0.3%, trimestral, sugerindo estabilização do ritmo de expansão. E nas economias emergentes, o Brasil e a Rússia parecem emergir gradualmente da recessão, enquanto os indicadores parcelares na China apontam para um crescimento trimestral robusto, na sua maior parte estimulado por políticas económicas a favor. Todavia, apesar das boas notícias, os principais constrangimentos estruturais ao alcance de um crescimento mais forte mantêm-se, designadamente alterações demográficas e quedas de produtividade, não estando ainda reunidas as condições que garantam aceleração sustentada do crescimento global e alcance de ritmos mais fortes. A actualização das previsões pelos vários organismos internacionais, habitual no Outono, deverá confirmar este diagnóstico.
- ▶ A perspectiva de evolução favorável dos diferenciais de taxa de juro continua a actuar como factor subjacente de suporte ao dólar dos EUA. Todavia, o andamento da moeda a curto prazo dependerá dos resultados eleitorais, da reacção dos restantes activos e do impacto estimado na postura da Reserva Federal. Num contexto de continuidade, a cotação EUR/USD poderá aproximar-se de novo da fasquia de 1.08.
- ▶ Na reunião do comité de política monetária de Novembro, a Reserva Federal dos EUA preparou o terreno para efectivar um aumento adicional da sua taxa de referência na última reunião do ano. A concretizar-se, será o segundo aumento desde a crise financeira internacional. Enquanto se aguarda a esperada subida dos juros nos EUA, o BCE confirmou que as suas taxas de juro directoras podem permanecer nos níveis actuais durante um período alargado e muito para além do horizonte das compras líquidas de activos. Também a este nível (aquisições mensais), o BCE referiu que o montante das compras se manterá em 80 mil milhões de euros até Março, podendo ser estendido para lá dessa data. Possivelmente em Dezembro serão revistas as regras técnicas do programa de compra de activos. Todavia, são incertos os resultados sob a dívida dos países periféricos mais frágeis, dependendo do enfoque que o mercado colocar na antecipação do momento em que os estímulos começarão gradualmente a encolher.
- ▶ Outubro ficou marcado por um movimento de subida das *yields* dos principais títulos de dívida soberana, reflectindo o incremento da discussão em torno de uma possível redução dos estímulos monetários. Este movimento foi mais acentuado na zona euro, na medida em que os investidores estão a incorporar nas suas decisões uma possível redução do montante das compras de activos de longo prazo com efeito na diminuição da procura e, conseqüentemente, redução dos preços. Num cenário de ultrapassagem benigna de riscos políticos nos EUA e na zona euro, será de esperar que se mantenha a tendência de subida das *yields* (preços mais baixos), todavia a amplitude do movimento deverá ser limitada, dadas as perspectivas para o crescimento e para a inflação.
- ▶ Esta publicação inclui dois artigos de opinião que incidem sob o Orçamento de Estado em Portugal para 2017, na dívida pública, necessidades e fontes de financiamento. Relevam riscos não despidiendos, sobretudo num contexto em que o Banco Central Europeu se aproxima da fase de redução dos estímulos e dadas as necessidades de financiamento do estado português, que permanecem relativamente elevadas não obstante a redução do défice orçamental.
- ▶ Destaque, ainda, para duas notas adicionais (Temas em Destaque): o primeiro incide sob os recentes acontecimentos em Moçambique, onde o Executivo prepara uma operação de reestruturação de parte da dívida pública; no segundo, discutem-se as opções de alteração de política do Banco Central Europeu, perante sinais crescentes de esgotamento do espaço de política de QE.

Em vésperas de eleições

Mais uma vez, acontecimentos políticos acarretam riscos percepcionados como assimétricos para os principais activos financeiros. Num contexto de aumento da incerteza, os mercados reagem em conformidade, penalizando activos mais arriscados e gerando movimentos de refúgio. Ultrapassada esta fase, acreditamos que nada mudou. O crescimento vai manter-se relativamente fraco, sobretudo se comparado com os ritmos anteriores a 2008, mas a trajectória é ascendente. Os bancos centrais manterão políticas de suporte à actividade mas com cuidado crescente na forma como estas impactam o sector bancário, sobretudo na Europa onde o sector ainda se encontra a braços com a resolução de fragilidades importantes. Para os activos de maior risco, o aumento da incerteza política num contexto de fragilidade económica e fraco crescimento, traduz-se em reforço da volatilidade e períodos de correcção que, em alguns casos, poderão ser mais duradouros.

DEPARTAMENTO DE ESTUDOS ECONÓMICOS E FINANCEIROS

Paula Gonçalves Carvalho Economista Chefe
Teresa Gil Pinheiro
Daniel Filipe Belo
José Miguel Cerdeira
Vânia Patrícia Duarte

ANÁLISE TÉCNICA Agostinho Leal Alves

Tel.: 351 21 310 11 86 Fax: 351 21 353 56 94
Email: deef@bancobpi.pt www.bancobpi.pt www.bpiinvestimentos.pt/Research

ÍNDICE**Pág.**

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco 04

Principais Recomendações e Factores de Risco 06

TEMAS EM DESTAQUE

NOTAS SOBRE A CHINA – EVOLUÇÃO RECENTE 07

BCE – O QUE ESPERAR PARA 2017? 11

PREÇO DO PETRÓLEO, ESSA VARIÁVEL DIFÍCIL DE GERIR 14

MOÇAMBIQUE PRETENDE REESTRUTURAR A DÍVIDA PÚBLICA 19

ECONOMIAS

EUA – ACELERAÇÃO NO 3º TRIMESTRE SUSTENTADO POR INVENTÁRIOS E EXPORTAÇÕES 23

ZONA EURO – ACTIVIDADE ECONÓMICA CONTINUA A RECUPERAR MODERADAMENTE 24

PORTUGAL – DADOS APONTAM PARA RECUPERAÇÃO LENTA, COM MELHORIA NO MERCADO DE TRABALHO 25

BRASIL - BANCO CENTRAL INICIA CICLO DE REDUÇÃO DE TAXAS DE JURO 26

ANGOLA - OGE ESPERA CRESCIMENTO DE 2.1% EM 2017 E DÉFICE DE 5.8% DO PIB 27

ÁFRICA DO SUL – PREVISÃO PARA O CRESCIMENTO EM 2016 REVISTA EM BAIXA 28

MERCADOS**MERCADO CAMBIAL**

CÂMBIOS DEPENDENTES DAS REUNIÕES DOS BANCOS CENTRAIS E DAS ELEIÇÕES PRESIDENCIAIS NOS EUA 29

CAPITAIS REGRESSAM ÀS ECONOMIAS EMERGENTES 30

MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

YIELDS SOBEM, MAS PERSPECTIVAS CONTINUAM CONTIDAS 31

MERCADOS ACCIONISTAS

POLÍTICA MONETÁRIA E ELEIÇÕES NOS EUA SÃO OS FACTORES DE MERCADO 33

PREVISÕES

Economias Desenvolvidas

Mercados Emergentes

Previsões Económicas BPI - EUA&UEM

Previsões Económicas BPI - Portugal 35

Taxas de Câmbio

Taxas de Juro 36

Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais 37

Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes

Taxas de Juro e *Spreads* dos Mercados Emergentes 38

OPINIÃO

PORTUGAL – OE17 CONTINUA ESFORÇO DE CONSOLIDAÇÃO 39

OE 2017 - DÍVIDA PÚBLICA, NECESSIDADES E FONTES DE FINANCIAMENTO 46

BASES DE DADOS 51

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

	Perspectivas Globais	Factores de Risco
Global	. No <i>World Economic Outlook</i> de Outubro, o FMI manteve as previsões para o crescimento mundial em 2016, alterando no entanto a sua composição, entre economias avançadas e mercados emergentes. Numa era pós-Brexit, a deterioração do sentimento entre os agentes económicos reflectir-se-á em adiamento de decisões de investimento e de consumo e tenderá a ser mais sentida nos países da União Europeia. O FMI continua a alterar para uma procura global que continua bastante contida, num cenário em que o poder das autoridades monetárias é cada vez mais limitado, e sugerindo, onde possível, uma combinação de apoio monetário com expansão orçamental e reformas estruturais. . Em termos globais, o FMI estima que o mundo cresça 3.1% em 2016 e 3.4% em 2017. As economias avançadas deverão crescer 1.6% em 2016, menos 0.2 pontos percentuais do que o estimado em Julho: em particular, a economia americana deverá crescer 1.6%, segundo o Fundo, menos 0.6 p.p. que o esperado há 3 meses atrás. Espanha, que se espera expandir 3.1%, mais 0.5 p.p. que em Julho, destaca-se pela positiva. Por seu turno, o cenário para as economias em desenvolvimento foi revisto em alta por uma décima, esperando-se agora um aumento do PIB de 4.2% este ano, acelerando para 4.6% em 2017. As principais alterações ocorreram para: o México, que deverá crescer menos 0.4 p.p. e 0.3 p.p., respectivamente, em 2016 e 2017, expandindo 2.1% e 2.3% nesses anos; pela positiva, a Rússia, cuja recessão deverá ser este ano 0.4 p.p. menos grave (diminuição de 0.8%), esperando-se também uma recuperação em 2017 uma décima acima, o que corresponde a 1.1%, o que configura apesar de tudo uma recuperação modesta.	. Os cenários traçados para a economia global estão sujeitos a riscos consideráveis, muitos de natureza política, e sobretudo enviesados em sentido descendente. . As consequências do processo de Brexit poderão ser mais gravosas se o próprio processo conduzir ao reforço considerável dos níveis de protecção, perturbações políticas e contágio a outros países europeus ou caso regressem volatilidade e instabilidade forte aos mercados financeiros internacionais. . A situação da banca na Europa apresenta-se ainda frágil, num contexto económico adverso; . As alterações estruturais na economia da China e o seu inevitável abrandamento e o processo de ajustamento das economias emergentes, mais vulneráveis e dependentes do mercado das commodities a uma nova normal de preços consideravelmente mais baixos, constituem também desafios consideráveis. . A situação dos exportadores de commodities é ainda frágil, e assim deverá permanecer com o actual nível dos preços do petróleo, que se afigura difícil de aumentar.
EUA	. O PIB cresceu 2.9% qoq anualizado no 2º trimestre, quebrando de certa forma com a fraca expansão verificada na primeira metade do ano. O desempenho foi sustentado em particular por um aumento das exportações em 10%, devido a uma subida abrupta da exportação de feijões de soja, tendo também sido ajudado por uma significativa acumulação de <i>stocks</i>, que contribuiu com 0.6 pontos percentuais para o crescimento da economia americana. Por outro lado, o consumo privado desacelerou, tendo aumentado 2.1%, depois de uma subida mais expressiva de 4.3% no 2º trimestre do ano. Para todo o ano de 2016, esperamos um crescimento de cerca de 1.6%, com uma expectável aceleração em 2017 para valores em torno dos 2%.	. Potencial instabilidade associada à alteração do ciclo de política monetária poderá gerar incerteza nos mercados financeiros, com impacto adverso sob os níveis de confiança e actividade. O risco de fortalecimento do dólar poderá prejudicar igualmente o desempenho das exportações americanas, ainda que este cenário pareça afastado, por ora. . Espera-se também alguma instabilidade durante este mês devido à incerteza resultante das eleições presidenciais americanas.
Japão	. No <i>World Economic Outlook</i> de Outubro, o FMI estima que o Japão crescerá 0.5% este ano (mais 0.2 p.p. do que o esperado em Julho) e 0.6% em 2017 (mais 0.5 p.p. do que o esperado em Julho). No médio prazo despesa pública e a política monetária serão os factores de suporte do crescimento. . A informação económica recentemente publicada continua a indicar fraco crescimento das exportações e fragilidade dos indicadores avançados do investimento.	. O arrefecimento mais pronunciado das exportações poderá reflectir-se em menor crescimento. Internamente, o elevado nível de dívida pública é apontado como um importante factor de risco, na medida em que a ausência de medidas claras de combate ao desequilíbrio orçamental poderá traduzir-se em deterioração da confiança dos investidores.
Zona Euro	. É esperado que a recuperação económica na área do euro continue, ainda que a um ritmo mais brando do que em 2015, de acordo com a última actualização das previsões do FMI. Assim, a instituição reviu em alta em 0.1 pontos percentuais o crescimento económico em 2016 e 2017 para, respectivamente, 1.7% e 1.5%. Este ano, os factores de impulso para a recuperação serão os preços baixos do petróleo, uma expansão (ainda que modesta) da política fiscal, e condições financeiras mais favoráveis. Em 2017, os efeitos destes factores deverão ainda sentir-se; adicionalmente, deverá assistir-se a uma redução da confiança dos agentes económicos, em linha com o desenrolar do processo de saída do Reino Unido da União Europeia e o contexto de incerteza que se poderá assistir. Espera-se, desta forma, um impacto adverso na actividade económica na Zona Euro.	. Desaceleração da economia mundial. . Questões de ordem política: Médio Oriente; instabilidade política na Turquia; possibilidade de alastramento do apoio a movimentos mais extremistas e isolacionistas. . Efeitos do referendo britânico e evolução das negociações de preparação da saída do Reino Unido da UE. . Questão dos refugiados. . Intensificar das preocupações relativas à segurança. . Adiamento na resolução de questões relacionadas com o sector bancário. . Pela positiva: baixos preços do petróleo e de outras <i>commodities</i>; efeitos do programa do QE.

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

	Perspectivas Globais	Factores de Risco
Reino Unido	. No <i>World Economic Outlook</i> de Outubro, o FMI estima que o Japão crescerá 1.8% este ano e 1.1% em 2017. O crescimento estará condicionado pelo factor incerteza. Entretanto, a publicação da primeira estimativa para o PIB no terceiro trimestre surpreendeu pela positiva, apresentando um avanço de 0.5% em cadeia e de 2.3% face ao mesmo período de 2015. Este comportamento poderá traduzir-se num adiamento da política de redução de taxas de juro do Banco de Inglaterra, cuja reunião será no próximo dia 3 de Novembro.	. As perspectivas apresentam-se incertas, mas especialmente enviesados em sentido negativo. O início da negociação da saída do Reino Unido da EU poderá ser um factor a "paralisar" a actividade nos próximos meses.
Portugal	. Na primeira metade do ano, o crescimento do PIB foi ligeiramente inferior a 1%. A economia manteve um ritmo de expansão baixo, em que a queda homóloga do investimento e o abrandamento do consumo no 2º trimestre tiveram um papel importante. Espera-se que o consumo continue a suportar um crescimento significativo, embora os mínimos registados na taxa de poupança impeçam uma aceleração mais vinculada; antecipamos assim, para a segunda metade do ano, uma ligeira aceleração do crescimento, com uma previsão de aumento do PIB de cerca de 1.1% para a totalidade de 2016. . O saldo orçamental em contabilidade pública (óptica de caixa) registou um défice de EUR 2.9 mil milhões até Setembro, uma melhoria de EUR 292 milhões em comparação com o mesmo período de 2015. Apesar dos bons resultados, há que ser cauteloso quanto à evolução do défice devido a vários riscos latentes na execução orçamental da segunda metade do ano. Estes riscos estão relacionados, por um lado, com um cenário macroeconómico subjacente demasiado optimista no que toca às receitas fiscais, e por outro lado, com medidas que terão um efeito negativo na execução orçamental na segunda metade do ano, como a descida do IVA na restauração, o impacto da reposição salarial dos funcionários públicos e o horário de 35 horas na função pública. Assim, esperamos um défice no final do ano abaixo dos 3%, mas possivelmente acima do limite de 2.5% imposto pelas autoridades europeias.	. Os riscos são maioritariamente descendentes para o crescimento e, para além dos factores externos, reflectem receios de um posicionamento mais cauteloso dos agentes económicos perante um cenário de maior incerteza, em particular no que se refere ao investimento que tem vindo a desacelerar e chegou a diminuir no último trimestre (-3.1% yoy). . Há também riscos associados à possível necessidade de medidas adicionais de consolidação orçamental, um cenário que pode limitar a recuperação económica durante o ano. . O risco mais premente prende-se com uma futura redução dos estímulos do BCE em termos de compras de dívida pública, que poderão implicar uma maior percepção do risco da dívida portuguesa, com implicações nos gastos em juros, mas também na dinâmica da economia, com particular incidência no investimento.
América Latina	. No <i>World Economic Outlook</i> de Outubro, o FMI estima que a América Latina contraia 0.6% em 2016 (esperava -0.4% em Julho), apresentando em 2017 um ritmo de expansão de 1.6%. Para esta evolução contribui em muito o mau momento que atravessa a economia brasileira, estimando esta instituição que esta contraia 3.3% este ano. Para 2017 o FMI prevê uma recuperação desta região, estimando que o PIB avance 1.6%, sendo que para o Brasil estima um crescimento de 0.5%. . A taxa de inflação continua a abrandar de forma moderada, o que contribuiu para que o Banco Central do Brasil cortasse em 25 pontos base a taxa Selic, colocando-a em 14.0%, sinalizando o início de um ciclo de redução dos custos de financiamento.	. Os riscos são elevados em termos de aumento da volatilidade nos mercados financeiros e saídas de capitais externos na sequência da inversão da política monetária dos EUA, e de uma recessão prolongada no Brasil. . Acrescem ainda as incertezas relativamente à estabilização do crescimento económico da China, e os riscos de uma recuperação mais lenta nos preços das <i>commodities</i>. O Brexit poderá influenciar negativamente, via queda da confiança dos agentes económicos. . Pela positiva destaca-se o início do ciclo de redução das taxas de juro de referência, atribuindo-se alguma probabilidade a que o ciclo se prolongue, ainda que a um ritmo moderado (talvez 25 pontos base por reunião) até ao final do ano.
África Sub-sariana	. Tendo em consideração as projecções económicas para as duas principais economias (Nigéria e África do Sul que, no conjunto, têm um peso superior a 50% do PIB da região), o FMI reviu em baixa a perspectiva de crescimento económico na região. Assim, para 2016, o crescimento foi revisto em 0.2 pontos percentuais (p.p.) para 1.4%; para 2017, espera-se um crescimento de 2.9% (-0.4 p.p.). A nova estimativa reflecte o ajustamento das economias a um contexto de baixos preços das <i>commodities</i> e, consequentemente, menores receitas. É esperado que a Nigéria registre uma contracção económica este ano (-1.7%), em linha com a escassez de divisas, reduzida produção de energia e débil confiança dos investidores. No caso da África do Sul, o FMI estima que a actividade económica praticamente estagne este ano (+0.1%). Ainda assim, os países não-exportadores de <i>commodities</i> deverão continuar a registar taxas de crescimento robustas, beneficiando dos baixos preços do petróleo, e de um crescimento favorável do consumo privado e do investimento. . Angola, por seu lado, continua a adaptar-se com alguma dificuldade ao cenário de baixos preços do petróleo, com efeitos nefastos para a economia não-petrolífera resultantes da escassez de receitas. O FMI reviu as suas previsões para o país, esperando agora estagnação económica para este ano e uma expansão modesta de 1.5% em 2017. Continua, contudo, a acautelar uma quantia prudente de reservas internacionais líquidas que permitem afastar receios sobre a solvabilidade do país.	. Para os países exportadores líquidos de petróleo, apesar das medidas de ajustamento implementadas, a permanência dos preços da matéria-prima em níveis baixos ameaça a sustentabilidade das finanças públicas e o crescimento económico. . Ritmo e implicações do ajustamento do modelo de crescimento económico chinês; lento crescimento económico em economias avançadas. . Ajustamento lento das reformas necessárias ao crescimento económico. . Condições climáticas adversas. . Aversão global ao risco e turbulência nos mercados financeiros. . Condições financeiras mundiais mais restritivas. . Ameaça de actividades extremistas, como o terrorismo.

Principais Recomendações e Factores de Risco

Recomendações	Factores de Risco
Mercado Cambial . Entre Novembro e Dezembro vão ocorrer factores importantes que podem acrescentar volatilidade aos câmbios. O mais próximo, as eleições presidenciais nos EUA, está a gerar desconfiança e incerteza, pois os dois candidatos estão aparentemente em empate técnico. Mas nos últimos dias foi visível que o aumento da possibilidade de vitória de Trump tirou valor ao dólar. Assim, parece que a escolha deste candidato para próximo Presidente dos EUA tornará a moeda norte-americana mais enfraquecida. Inversamente, uma vitória de Clinton deverá dar suporte ao dólar. Em Dezembro, a subida dos juros pela Fed e a manutenção do programa de QE por parte do BCE podem trazer o EUR/USD novamente para 1.08 (num movimento mais expressivo para 1.05). Quanto à libra, a PM May confirmou que se mantém em curso o processo de Brexit, não obstante atrasos que possam ocorrer, nomeadamente a nível de aprovação pelo Parlamento britânico. Em consequência, continua-se a prever uma moeda debilitada e volátil. O EUR/GBP pode chegar a 0.95, e mesmo 0.98, se o processo de Brexit se desenrolar de forma crispada nas conversações com a UE. Nestes tempos mais incertos, o franco suíço mostrou pressão de apreciação contra o euro. Contudo, parece improvável que o banco central helvético relaxe a sua política de controlo cambial. Para já a referência para o EUR/CHF é de 1.08/1.09.	. Desilusão relativamente a atitudes e acções esperadas pelos principais bancos centrais. . Decepção ou surpresas positivas com a evolução económica em alguns blocos. . Questões políticas e geopolíticas podem enviar determinadas tendências cambiais. . A questão do Brexit deverá ter consequências mais vastas (e incertas), para além do espaço do Reino Unido, embora o processo se mostre longo e imprevisível.
Mercado Monetário . Enquanto se aguarda a esperada subida dos juros nos EUA, o BCE confirmou que as suas taxas de juro directoras podem permanecer nos níveis actuais durante um período alargado e muito para além do horizonte das compras líquidas de activos. Também a este nível (aquisições mensais), o BCE referiu que o montante das compras se manterá em 80 mil milhões de euros até Março, podendo ser estendido para lá dessa data nos actuais moldes ou com redução gradual dos montantes mensais de aquisição. Possivelmente em Dezembro serão revistas as regras técnicas do programa de compra de activos. . Neste cenário, atribuímos uma elevada probabilidade a que as taxas de curto prazo do euro se mantenham em terreno negativo. As taxas de juro implícitas nos futuros da Euribor a 3 meses apontam para que estas se mantenham em terreno negativo e em torno de -0.3% até ao final de 2017, mas atendendo à proximidade de viragem do ciclo poderá ser preferível obter financiamentos nos prazos mais longos. Do ponto de vista da aplicação de poupanças, será preferível o investimento em activos com maturidades mais alargadas, de forma a capturar o prémio de maturidade (terem <i>premium</i>).	. Na zona euro, as taxas de curto prazo encontram-se em terreno negativo em todos os prazos, mas apresentam agora tendência a estabilizar ou até a registar movimentos de recuperação muito marginais. O risco de um aumento substancial não esperado das taxas de mercado é ainda reduzido. . Nos EUA, a possibilidade de que a Reserva Federal aumente o intervalo da taxa dos <i>fed funds</i>, poderá reforçar a tendência de aumento das taxas de juro de curto prazo: desde início do ano, a Libor de 3 meses do USD, já aumentou cerca de 28 p.b.
Dívida Pública . Outubro ficou marcado por um movimento de subida das <i>yields</i> dos principais títulos de dívida soberana, reflectindo o incremento da discussão em torno de uma possível redução dos estímulos monetários. Este movimento foi mais acentuado na zona euro, na medida em que os investidores estão a incorporar nas suas decisões uma possível redução do montante das compras de activos de longo prazo com efeito na diminuição da procura e, consequentemente, redução dos preços. Num cenário de ultrapassagem benigna de riscos políticos nos EUA e na zona euro, será de esperar que se mantenha a tendência de subida das <i>yields</i> (preços mais baixos), todavia a amplitude do movimento deverá ser limitada, dadas as perspectivas para o crescimento e para a inflação. . Nos mercados periféricos poderão observar-se agravamentos nos prémios de risco exigidos. Para além dos factores externos, internamente estes países também enfrentam factores menos favoráveis, tanto no campo económico como político.	. Caso o actual ambiente de incerteza se deteriore, os títulos de dívida pública dos países com melhor avaliação de risco poderão beneficiar de maior procura. . Nos países da periferia o risco é de agravamento mais pronunciado dos prémios de risco exigidos, dada a percepção de que o BCE poderá ter de reduzir o montante das compras de forma a acomodar as compras mensais à disponibilidade de activos elegíveis.
Dívida Diversa . A decisão do BCE de incluir compra de dívida diversa no Programa de Aquisição de Activos já se reflectiu na redução dos <i>spreads</i> e também no montante de dívida emitida, o que tem dado algum fôlego às empresas europeias, em especial no sector das pequenas e médias emittentes. A questão do Brexit, que chegou a afectar os <i>spreads</i> de crédito no sentido do agravamento, concretamente no sector financeiro, está agora mais diluída. . Foi atingido em Agosto o pico da percentagem de <i>defaults</i> de empresas com notação especulativa, que tinha vindo a aumentar consistentemente, concentrando-se em particular no sector energético dos EUA, indicando um provável fim de ciclo de crédito. Globalmente, existe alguma volatilidade nos <i>spreads</i>, mas a tendência tem sido de queda.	. Incerteza em relação ao processo de saída do Reino Unido da União Europeia. . Exposição a empresas do sector energético com menor qualidade creditícia. . O crescimento de intermediários financeiros não bancários (ou <i>shadow banking</i>). . O risco da reduzida liquidez do mercado, nomeadamente nesta altura do ano. . Exposição aos mercados emergentes. . Potenciais problemas a médio prazo na dívida europeia com a redução de compra de dívida diversa por parte do BCE.
Acções . O mercado accionista europeu mostra-se actualmente mais dependente da evolução da política monetária norte-americana do que do processo de separação do Reino Unido da União Europeia. Os desenvolvimentos no sector bancário e a evolução de indicadores macroeconómicos continuarão a ser os factores de mercado nas bolsas europeias nos próximos tempos, para além dos resultados das empresas. . A <i>performance</i> americana está condicionada pelas expectativas acerca do ritmo de ajustamento da política monetária por parte da Reserva Federal, assim como pelo desempenho das acções das empresas do sector energético. O 4º trimestre do ano será ainda marcado pelas eleições presidenciais no país, que estão para já a dar um tom negativo ao mercado.	. No caso americano, o eventual aumento das taxas de juro até ao final do ano poderá afastar os investidores. Ao mesmo tempo, uma valorização do dólar, preços baixos do petróleo (no caso das petrolíferas), um débil crescimento económico nos mercados emergentes e a eventual subida das taxas de juro poderão afectar os resultados das empresas norte-americanas. . Questões políticas e geopolíticas, com destaque para as eleições presidenciais nos EUA, incerteza política nalguns países europeus e Médio Oriente. . Desaceleração económica na China. . Novos estímulos monetários. . Ambiente de incerteza em torno do Brexit, à medida que forem sendo conhecidos novos desenvolvimentos.
Commodities . Em termos globais, permanece o cenário de oferta sem constrangimentos e uma procura globalmente menor. No mercado energético, a oferta continua superior à procura, embora a OPEP tenha recentemente reconhecido que os estados-membros chegaram a acordo acerca da diminuição da produção. Contudo tem sido público algumas dificuldades, aguardando-se a divulgação do que foi acordado. Também nos restantes mercados - metais para a indústria, bens alimentares, etc. - a oferta tem sido satisfatória não havendo pressão de subida dos preços. . A necessidade de encontrar activos de menor risco dá suporte ao preço dos metais preciosos, embora a possibilidade de juros do dólar mais altos possa criar atrito.	. A situação económica da China, num processo de grande transformação, é de grande relevância para a totalidade dos mercados de matérias-primas dada a sua situação cimeira como produtor e consumidor. . Os conflitos no Médio Oriente e no Norte de África continuam a ser factores geoestratégicos importantes, geradores de volatilidade nos preços. . Concertação entre a OPEP e outros países produtores de petróleo para a redução da produção. . No Reino Unido, o Brexit acrescentou incerteza e indefinição aos mercados.

NOTAS SOBRE A CHINA – EVOLUÇÃO RECENTE

O modelo económico chinês está a sofrer alterações profundas nos últimos anos, num processo que ainda está em curso. Os receios eram de que pudessem ocorrer fortes desequilíbrios, de difícil controlo, que prejudicassem a performance económica, com repercussões mundiais. Contudo, os últimos dados económicos conhecidos parecem mostrar uma estabilização nas consequências da transição. Estamos perante um “novo normal”, crescimentos mais baixos (ainda assim substanciais), menos reservas cambiais e procura doméstica a aumentar. No entanto, a captação de investimento externo está a falhar e o yuan continua a perder valor.

PIB estável

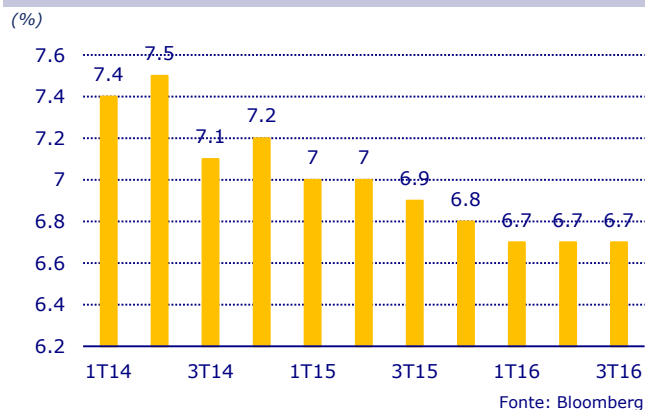
A economia chinesa cresceu 6.7% no terceiro trimestre do ano, face ao mesmo período do ano passado e em linha com as expectativas. É o mesmo valor atribuído ao crescimento no primeiro e segundo trimestre, confirmando uma estabilização num “novo normal” (um nível de crescimento padrão menor) e aliviando algumas projecções que apontavam para uma travagem mais abrupta da economia, com o decorrer das alterações no modelo económico em curso. O temido *hard landing* não está a acontecer, embora hajam desequilíbrios que comprovam a necessidade de ajustamentos, que serão seguramente de mais longo prazo. Para este valor do PIB contribuiu o aumento dos gastos do Estado, o aumento do crédito e o reincidente boom do imobiliário, quando as exportações mostram uma menor pujança. **Recorde-se que para a totalidade de 2016, o governo chinês aguarda uma taxa de crescimento a variar entre 6.5% e 7.0%. Em 2015, a economia da China registou uma expansão de 6.9%, das mais baixas taxas dos últimos anos.**

Segundo os valores conhecidos de Setembro, as despesas do Estado aumentaram 11.3% comparativamente ao mesmo mês do ano passado. Já as receitas cresceram 4.9%, em termos homólogos. Em Agosto, as despesas subiram 10.3%, enquanto as receitas aumentaram apenas 1.7%. Nos primeiros nove meses do ano, as despesas subiram 12.5% face ao período do ano passado (8.2% em activos fixos, que compara com o investimento 2.5% do sector privado) e as receitas cresceram 5.9%. Esta evolução confirma a preocupação das autoridades em estabilizar o crescimento este ano, embora não falem receios/riscos, nomeadamente com a dimensão da dívida total (segundo dados oficiais, a dívida total representa 250% do PIB; a dívida pública foi de 43.9% do PIB em 2015, o valor mais alto de sempre).

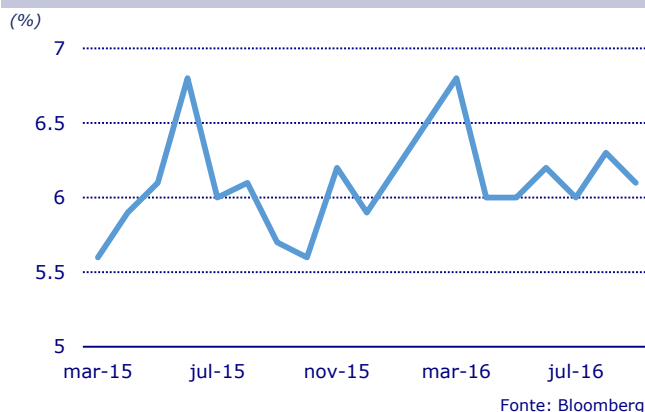
Como vai o crédito à economia?

Em termos de crédito dos bancos à economia, destacam-se os novos empréstimos concedidos em Setembro, perto de 1.2 biliões de yuans (cerca de USD 180 MM), um valor mais alto que o esperado. Cerca de metade deste valor destinou-se a crédito à habitação. De facto, desde o início do ano tem-se vindo a registar uma tendência de aumento dos empréstimos nesta área, acompanhando a subida dos preços do imobiliário nas cidades. O que pode começar a preocupar as autoridades, devido ao facto de se poder gerar uma bolha. Esse facto pode ser igualmente visível ao nível da inflação, que está a subir. Em contrapartida, existe uma tendência de diminuição dos depósitos, que pode gerar problemas de alavancagem aos bancos. O FMI tem vindo a alertar para o facto destas tendências poderem vir a concorrer para uma futura crise bancária.

Variação homóloga do PIB por trimestre



Variação homóloga da produção industrial



TEMAS EM DESTAQUE

NOTAS SOBRE A CHINA – EVOLUÇÃO RECENTE (cont.)

Produção industrial e vendas a retalho a um ritmo suportado

Entretanto, a produção industrial aumentou 6.1% em Setembro, face ao ano passado, ligeiramente inferior às previsões de 6.4% e de 6.3% registados em Agosto.

Contudo, não deixa de significar a aposta na produção de equipamentos com maior incorporação tecnológica, que registaram um crescimento perto dos 10% nos últimos três meses. Recorde-se, no entanto, que depois de crescimentos de dois dígitos durante mais de uma década, a taxa para a totalidade da produção industrial foi já de 8.4% em 2014 e de 6.1% em 2015, acompanhando a tendência de abrandamento da economia.

Em Outubro, os PMI da manufatura surpreenderam com uma subida para 51.2 pontos, face a 50.4 no mês anterior, sugerindo a estabilização e recuperação da actividade económica.

Já as vendas a retalho cresceram 10.7% em Setembro, igualmente em termos homólogos, que compara com as expectativas e com a variação anual de Agosto que coincidiram em 10.6%.

A inflação recupera

Os preços no consumidor registaram uma variação anual de 1.9% em Setembro, que compara com 1.3% em Agosto, com os analistas a apontarem para um valor médio de 1.6%.

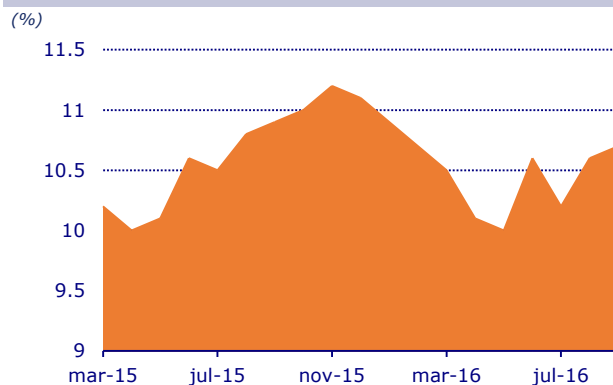
Esta subida da inflação foi inesperada, sendo a taxa mais elevada desde Junho, repartida entre um aumento de 3.2% nos bens alimentares (uma questão sempre sensível em termos sociais e políticos) e um agravamento de 1.6% nos bens não-alimentares. Recordar que no cabaz de consumo chinês, a alimentação tem um peso de 31.8% e a habitação de 17.2%. Noutra análise, o custo dos bens de consumo subiram 1.7% e os serviços 2.4%. A inflação média na China no período compreendido entre 1986 e 2016 situa-se em 5.44%, confirmando que o actual valor é bastante baixo. Para 2016, o governo fixou o objectivo de 3% para a inflação.

Contas externas mais fracas

Nas contas externas, a China reportou um superávit comercial de USD 41.99 mil milhões (MM) em Setembro, que compara com USD 59.63 MM há um ano atrás e com USD 52.05 MM em Agosto, quando o valor médio esperado pelos analistas rondava os USD 53.00 MM. O superávit de Setembro é o mais baixo desde Março, com as exportações a baixarem mais que as importações.

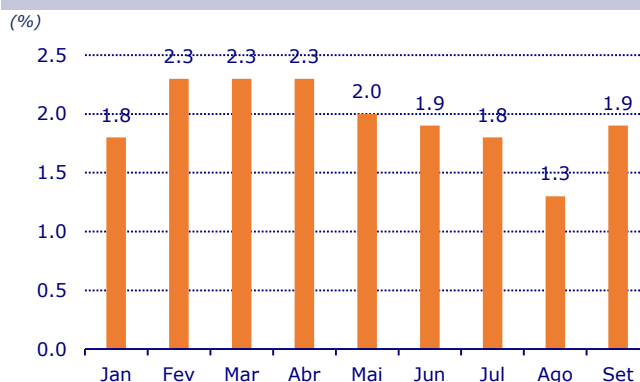
Também na comparação entre o saldo comercial acumulado no período Janeiro-Setembro de 2016 em relação ao período homólogo, verifica-se uma diferença significativa: o valor acumulado em 2016 é de USD 415.5 MM versus USD 418.6 MM em 2015. Face a esta evolução, que sugere um cenário de abrandamento económico, a reacção dos mercados foi negativa, com o yuan a sofrer uma expressiva depreciação face às restantes moedas, nomeadamente em relação ao dólar. Embora tenha ocorrido uma ligeira contracção nas importações, foi também conhecido que o volume de importações de matérias-primas foi particularmente forte, o que pode até ser um sinal positivo relativamente à actividade económica.

Variação homóloga das vendas a retalho



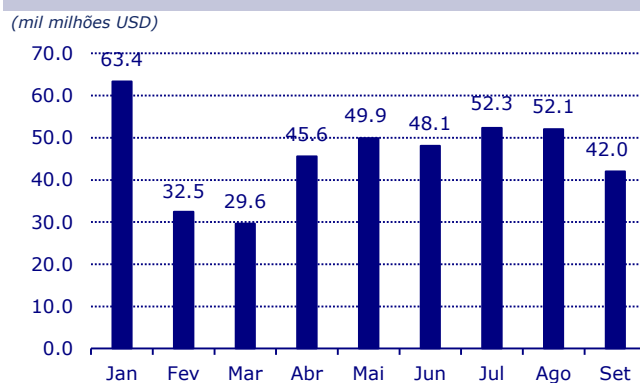
Fonte: Bloomberg

Evolução da taxa de inflação homóloga



Fonte: Bloomberg

Evolução do saldo comercial



Fonte: Bloomberg

NOTAS SOBRE A CHINA – EVOLUÇÃO RECENTE (cont.)

Contudo, as importações de carvão, por exemplo, cresceram 15.2% em termos homólogos (180 milhões de toneladas), quando a produção doméstica tem vindo a diminuir, reflexo da gradual alteração do modelo económico chinês. De facto, a actividade das minas e da indústria pesada tenderá a ter um peso económico menor face à ascensão dos serviços e de uma indústria tecnologicamente mais avançada.

As exportações de Setembro sofreram uma redução de 10% em relação ao mesmo mês do ano passado e de 2.8% comparativamente ao mês anterior, para USD 184.51 MM. Já as importações diminuíram 1.9% para USD 142.52 (MM), depois da subida de 1.5% em Agosto e com as expectativas a apontarem para uma variação positiva de 1%.

Em termos anuais não foi só a importação de carvão em Setembro que aumentou, também aumentou o consumo de petróleo. Inversamente, diminuíram as importações de ferro e cobre. No caso do carvão, acontece que se verificou uma diminuição em mais de 10% da produção durante o ano, o que explica o aumento das importações e a pressão de subida dos preços nos mercados internacionais.

No caso das exportações de matérias-primas da China, a evolução foi mais moderada, com excepção dos produtos petrolíferos que registaram aumentos (tanto em termos mensais como anuais). No aço, as exportações chinesas podem reflectir algum protecção internacional e fraca procura de importantes economias emergentes. Contudo, a queda dos preços em Agosto e Setembro podem vir a incentivar futuramente as exportações.

Reservas cambiais em contracção

Entretanto, pelo terceiro mês consecutivo, as reservas cambiais da China contraíram. De facto, em Setembro, registou-se uma diminuição de USD 18.8 mil milhões, para o valor total de USD 3.17 biliões (o valor mais baixo desde Março de 2011). Segundo cálculos do Institute of International Finance (IIF), flutuações cambiais benéficas (apreciações do iene e do euro contra o dólar) fizeram aumentar o stock de reservas em USD 4.4 MM, mas intervenções directas do banco central no mercado cambial (a favor do yuan) levou à venda de USD 23.2 MM. Nos últimos três meses têm sido intensificadas estas vendas, embora o yuan mantenha a tendência de depreciação.

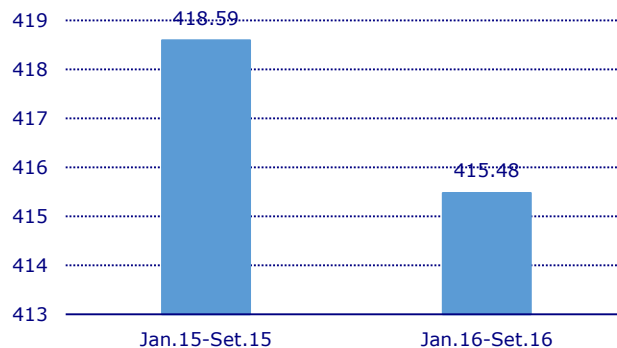
Se a análise incidir sobre a variação acumulada das reservas no período Janeiro-Setembro, alcançou-se uma contracção de USD 164 MM. Ainda assim, um valor menor comparativamente ao mesmo período do ano passado, em que as reservas sofreram uma diminuição de USD 329 MM (exactamente o dobro do valor deste ano). Estes valores não deixam de confirmar um cenário de maior estabilidade, ou mesmo a tentativa de se criar um novo equilíbrio económico-financeiro.

FDI líquido negativo

No que respeita ao investimento directo estrangeiro líquido (FDI), tem havido uma constante saída de capitais ao longo dos últimos meses. Em Setembro, saíram USD 6.95 MM, depois da fuga de USD 6.55 MM em Agosto (desde Abril saíram USD 34.4 MM).

Valor acumulado do saldo comercial

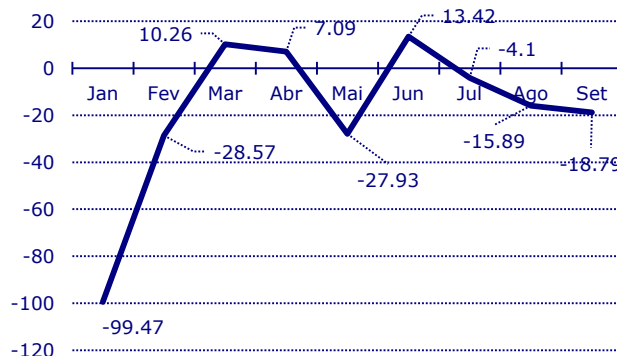
(mil milhões USD)



Fonte: Bloomberg

Variação mensal das reservas

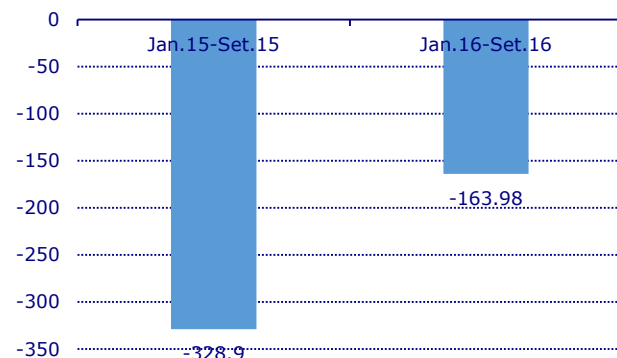
(mil milhões USD)



Fonte: Bloomberg; BPI

Variação mensal das reservas

(mil milhões USD)



Fonte: Bloomberg; BPI

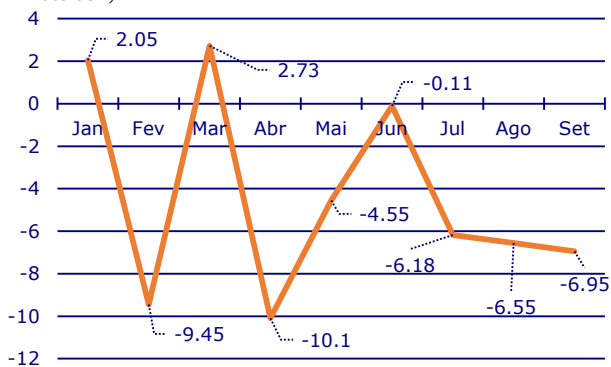
TEMAS EM DESTAQUE

NOTAS SOBRE A CHINA – EVOLUÇÃO RECENTE (cont.)

Se for considerado o período de Janeiro a Setembro de 2016, saiu da China USD 39.11 MM. No mesmo período, em 2015, entraram USD 7.59 MM. Este facto espelha não só alguma desconfiança em relação à generalidade das economias emergentes, que foram perdendo importância enquanto motor do crescimento mundial. Mas também de receios/risco em relação às alterações estruturais que estão a ocorrer na economia chinesa. Mas há ainda a considerar a dinâmica do investimento: o investimento chinês no estrangeiro é superior ao investimento do exterior na China. As variações mensais das saídas são praticamente o dobro da variação mensal das entradas.

Variação mensal do FDI líquido

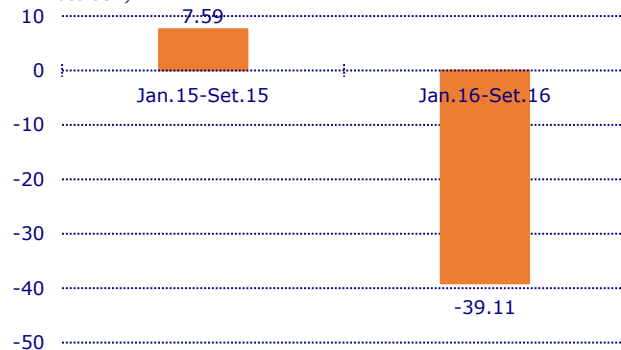
(mil milhões USD)



Fonte: Bloomberg; BPI

Variação do FDI líquido

(mil milhões USD)



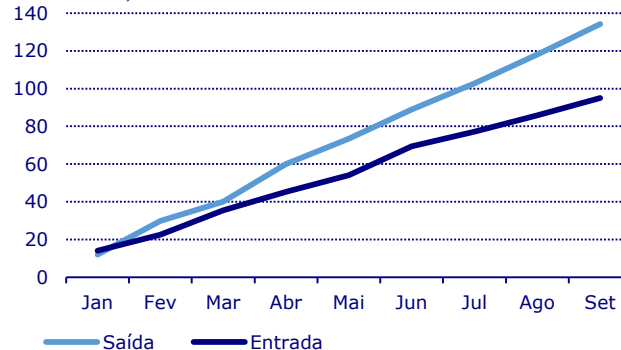
Fonte: Bloomberg; BPI

Como tem reagido o yuan?

Todo este cenário se reflecte no valor da moeda chinesa, que desde Abril do corrente iniciou uma tendência de perda de valor para o dólar. Em Outubro, o USD/CNY alcançou 6.7350, o nível mais alto dos últimos 6 anos. Embora as autoridades tentem estabilizar o yuan com intervenções directas no mercado cambial (o regime cambial da moeda é semi-flexível), é do interesse da economia, neste período de transição, não ter a moeda muito forte. Recorde-se que no início de 2014, o USD/CNY chegou ao valor mínimo 6.0395 (valor mais forte da moeda chinesa contra o dólar). Desde então, iniciou-se um processo de depreciação progressiva da moeda.

FDI acumulado até Setembro

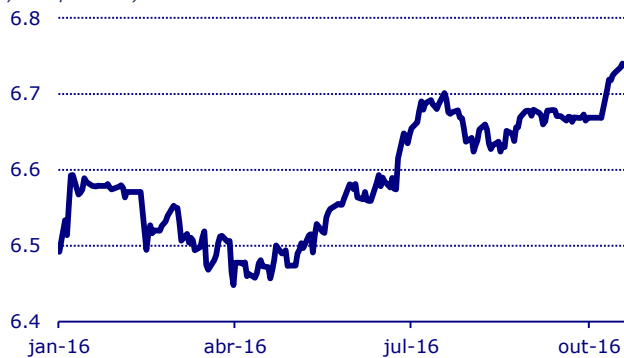
(mil milhões USD)



Fonte: Bloomberg; BPI

Evolução diária do USD/CNY

(x yuans por dólar)



Fonte: Reuters

Evolução mensal do USD/CNY (média) - perspectiva de longo prazo

(x yuans por dólar)



Fonte: Reuters

BCE – O QUE ESPERAR PARA 2017?

A política monetária do Banco Central Europeu, nomeadamente no que se refere aos instrumentos de política não convencional, tem vindo a ser alvo de especulações quanto à sua evolução no curto/médio prazo. Para tal têm contribuído vários factores, dos quais referimos a percepção de que face aos actuais moldes do programa de compra de activos de longo prazo, o banco central poderá estar perante um problema de escassez de títulos que preencham os critérios de elegibilidade; o facto de o ambiente de taxas de juro muito baixas ou até negativas estar a pesar negativamente na rentabilidade do sistema bancário, podendo constituir um factor restritivo na concessão de crédito; receios de que o programa esteja a contribuir para uma avaliação do risco desadequada podendo reflectir-se na formação de bolhas no mercado financeiro. Para resolver o primeiro problema o BCE deverá introduzir alterações técnicas já na reunião de Dezembro; o segundo problema poderá ser gerido pela maior incidência, implícita ou explícita, em determinados prazos; relativamente à terceira questão, Mario Draghi referiu na conferência de imprensa de 20 de Outubro que não há evidência de formação de bolhas, ie aumento significativo dos preços dos activos (ou de activos financeiros específicos) acompanhado por um considerável aumento do nível de alavancagem. A favor de uma paragem do programa mais cedo, apontam o peso do activo da autoridade monetária no PIB ou a dimensão absoluta do seu activo. Mas análise mais detalhada mostra que o BCE ainda terá espaço para prosseguir com o programa de compra de activos de longo prazo.

Entretanto, na reunião de Outubro, a política monetária do BCE manteve-se inalterada e o seu Presidente reafirmou que:

- O actual nível das taxas de juro directoras deverá manter-se em níveis reduzidos para além do programa de compra de activos de longo prazo;
- o montante das compras mensais ao abrigo do mesmo programa não será alterado até Março de 2017 (80 mil milhões de euros);
- os sinais de recuperação da taxa de inflação ainda não são convincentes, pelo que o suporte do banco central continuará a ser muito substancial;
- estão a ser estudadas eventuais alterações às actuais regras, as quais poderão ser anunciadas em Dezembro;
- uma finalização abrupta do programa de compras de activos de longo prazo é improvável.

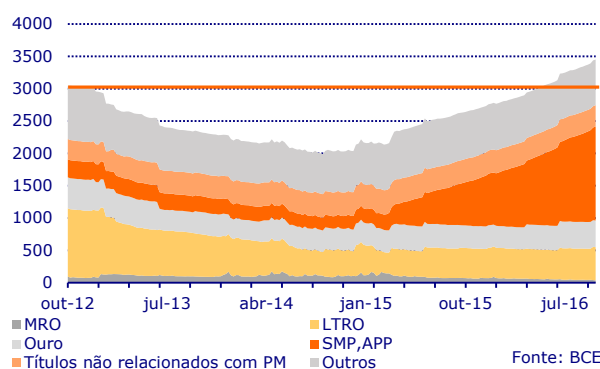
O que esperar, então, desta autoridade monetária até ao final do ano e em 2017?

No que se refere ao montante mensal de compras, parece ser mais provável que o BCE anuncie que o programa de estenda nos moldes actuais, ie compras mensais de 80 mil milhões de euros (mme) por mais algum tempo, talvez mais seis meses após Março de 2017, ou seja, até Setembro de 2017. Depois disso, ainda que anunciado antecipadamente, deverá iniciar-se um período de redução gradual do montante das compras, o qual poderá ser mais ou menos lento, dependendo do comportamento da inflação e do crescimento. Note-se, contudo, que este é um cenário sujeito a algum risco, na medida em que surgem sinais de que a actividade económica está a ter um desempenho mais favorável do que o esperado e até que o ritmo de crescimento dos preços poderá evoluir mais benignamente nos próximos meses (vide análise da economia da zona euro nesta publicação). A confirmação de um cenário mais benigno para o crescimento e inflação poderá suscitar maior discussão quanto à necessidade em manter ou alterar (reduzir) o nível actual de compras mensais no interior do comité de política monetária, podendo traduzir-se no encurtamento do período em que as compras mensais se mantêm em 80 mme.

Para além do comportamento dos indicadores económicos, o facto do balanço do BCE ter já ultrapassado os 3 biliões de euros (objectivo aquando do anúncio do programa de compras de activos) e representar cerca de 33% do PIB da região, acima dos pesos no PIB respectivo dos activos da Reserva Federal (25%) e Banco de Inglaterra (22%), poderá ser um factor de pressão para que se inicie mais cedo o processo de redução das compras (mas nunca, tendo em conta as declarações de Mario Draghi na reunião de Outubro, antes de Março de 2017).

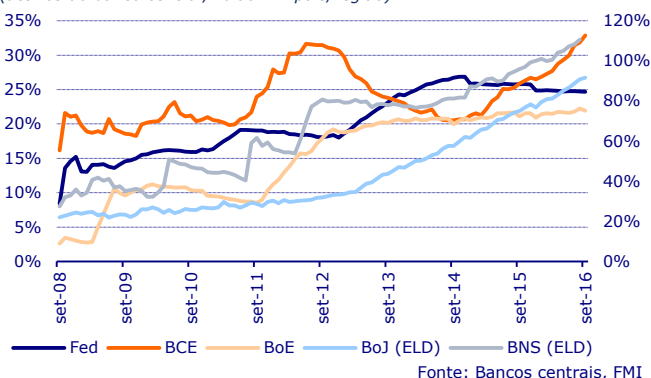
Balanço do BCE

(mil milhões de euros)



Activos dos bancos centrais, % do PIB

(activos do banco central, % do PIB país/região)



TEMAS EM DESTAQUE

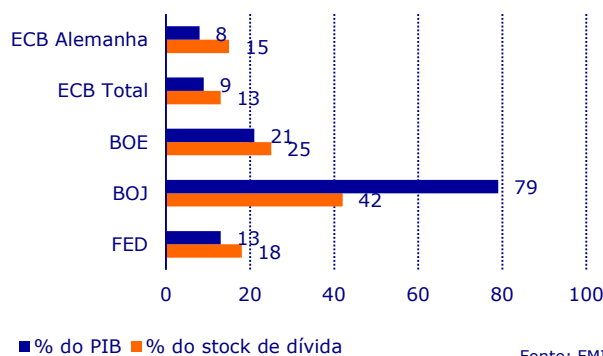
BCE – O QUE ESPERAR PARA 2017? (cont.)

Contudo, a comparação do peso das aquisições de títulos de dívida pública pelos bancos centrais no PIB e no *stock* da dívida pública dos diversos países mostra que o BCE se encontra ainda abaixo dos níveis dos outros bancos centrais, atribuindo-lhe alguma margem para prosseguir com o programa. Note-se que até agora, o BCE comprou 1.2 biliões de euros de dívida de longo prazo, da qual cerca de 1 bilião são títulos de dívida pública: o BCE tem na sua carteira apenas 13% do *stock* de dívida dos governos da zona euro (9% do PIB), que compara com 18% na Fed (13% do PIB) ou 21% pelo BoE (21% do PIB).

Também a suportar o alargamento do programa nos actuais moldes (no que respeita ao montante) está o comportamento da taxa de inflação e do crédito ao sector privado. O primeiro indicador continua longe do objectivo do banco central (próximo, mas abaixo de 2%), e o segundo continua a apresentar ritmos de crescimento muito reduzidos. O crédito concedido ao sector privado apresenta taxas de crescimento em torno de 1% desde finais de 2015, reflectindo apenas o crescimento do crédito a particulares – o crédito ao consumo apresenta taxas de crescimento anuais acima de 4% e o crédito à habitação avança a taxas em torno de 2% - enquanto que o crédito ao sector empresarial continua muito fraco: depois de ter dado sinais de estabilização em Maio e Junho voltou a contrair em Julho e Agosto.

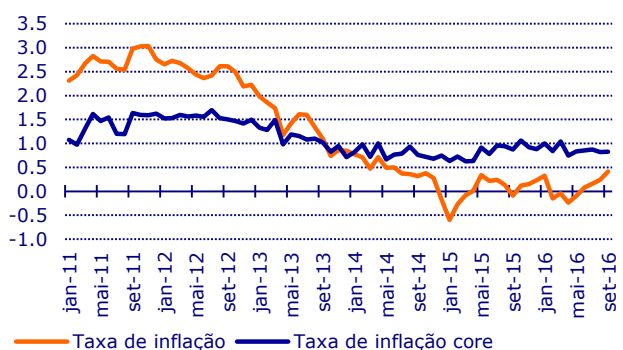
Aquisições de dívida pública pelos Bancos Centrais

(%)



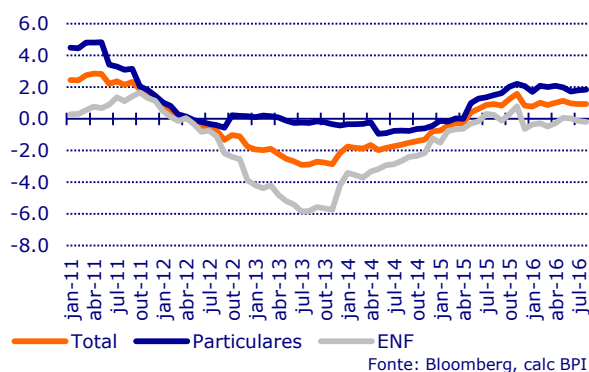
Taxa de inflação - UEM

(tvh%)



Crédito ao sector privado - UEM

(tvh%)



Mas como referido pelo Presidente do BCE estão a ser estudadas possíveis alterações às regras subjacentes ao programa e que muito possivelmente serão adoptadas no início de 2017. Em aberto estão algumas possibilidades que abaixo enumeramos e que procurarão resolver questões em torno da escassez dos títulos elegíveis para o programa, mas que comportam outros factores de risco, pelo que tenderão a ser avaliados com cuidado pela autoridade monetária.

- Aumento da percentagem do montante das compras das emissões de títulos de dívida pública, actualmente em 33%. A adopção deste limite foi justificado pelo BCE como sendo aquele que minimiza a distorção do mercado associada ao programa e que garante que este seja neutro do ponto de vista do mercado. Esta poderá ser a regra mais "fácil" de alterar tendo por base as estimativas para a dívida elegível apresentadas no quadro abaixo.

Admitindo que as compras médias mensais até Março de 2017 serão idênticas à média registada desde o início do programa, estima-se que o total das aquisições de títulos de dívida pública ascenda a cerca de 1.3 mme, colocando a distribuição deste montante de acordo com a percentagem de cada estado no capital do BCE ligeiramente acima dos valores estimados pela Bloomberg tendo por base o limite máximo das compras por emitente/emissão. Uma alteração, ainda que ligeira deste limite, que aproximasse o limite das compras por emitente daquele que é estimado pela aplicação da *capital key*, poderá ser a solução menos controversa, na medida em que respeita alguns dos aspectos que poderão encontrar menor concordância dentro do comité de política monetária e que abaixo referimos. Tendo por base os cálculos abaixo apresentados, esta alteração deverá reflectir-se num aumento mais pronunciado da dívida elegível de países como a Alemanha (mais 60.2 mme), França (27.3 mme) e Holanda (12.4 mme), mas também de Itália (3.8 mme) e Espanha (5.1 mme). Contudo, esta medida deverá

BCE – O QUE ESPERAR PARA 2017? (cont.)

ser acompanhada por outras de forma a ser eficaz. Enunciamos abaixo algumas das possibilidades em aberto, bem como os factores de risco que serão avaliados.

Estimativas para o Program de Compra de Dívida Pública pelo BCE

Estado-membro	Capital key rebaseada	Estimativa de compras totais com base na capital key (mm euros)	Estimativa de compras totais com base no limite por emitente (mm euros)	Dívida elegível ¹	Emissões brutas ao longo do programa (mm euros)	Compras entre Mar-15 a Set-15			Compras do BCE em % do montante emitido
						Total (mm euros)	Média mensal (mm euros)	Média em % das compras totais	
Alemanha	25.6%	321.1	260.9	260.9	331.3	255.1	13.4	26.8%	77.0%
França	20.1%	252.1	224.8	224.8	389.6	202.5	10.7	21.2%	52.0%
Itália	17.5%	219.5	215.7	215.7	562.5	176.2	9.3	18.5%	31.3%
Espanha	12.6%	158.0	152.9	152.9	291.7	126.4	6.7	13.3%	43.3%
Holanda	5.7%	71.5	59.1	59.1	100	57.0	3.0	6.0%	57.0%
Bélgica	3.5%	43.9	43.4	43.4	68.8	35.1	1.8	3.7%	51.0%
Áustria	2.8%	35.1	34.7	34.7	35.4	27.9	1.5	2.9%	78.7%
Portugal	2.5%	31.4	31.0	31.0	27.1	21.8	1.1	2.3%	80.6%
Finlândia	1.8%	22.6	21.5	21.5	25	17.9	0.9	1.9%	71.6%
Irlanda	1.6%	20.1	19.8	19.8	29.2	15.9	0.8	1.7%	54.5%
Eslováquia	1.1%	13.8	13.6	13.6	8.3	7.5	0.4	0.8%	90.9%
Eslovénia	0.5%	6.3	6.1	6.1	6.3	4.3	0.2	0.5%	68.6%
Total dívida pública	100%	1,254	-	-	-	953	49.9	100%	-

Fonte: Bloomberg, BCE, calc. BPI

Nota: ¹ Dívida elegível = min(limite pela capital key, limite por emitente/emissão)

- Abandono da regra que obriga a que o BCE não compre títulos com *yields* inferiores à taxa marginal de depósitos, ie, abaixo de -0.4%. Esta é uma regra que afecta um leque alargado de títulos da zona euro, destacando-se o caso alemão, cujas taxas de rentabilidade da dívida com maturidade até seis anos se situa abaixo daquele nível, mas que se estende, ainda que em menor escala a outros países – França, Holanda, Áustria, Bélgica, Finlândia e Irlanda. Esta decisão alargaria de forma significativa o montante de dívida elegível para o programa, mas poderá encontrar oposição dentro do comité, na medida em que a sua adopção implicaria um aumento considerável de perdas pelo BCE no momento da compra (note-se que isto já acontece, pois o BCE já compra (ou pode comprar) títulos com *yields* negativas);
- Reduzir a taxa marginal de depósitos também aumentaria o leque de títulos elegíveis, mas a questão das perdas manter-se-ia, ainda que talvez com menor incidência do que caso anterior, mas poderá contribuir para um maior esmagamento das margens dos bancos, aumentar a probabilidade que empréstimos a taxa variável passem a gozar de taxas de juro negativas, constituindo mais um factor restritivo na concessão de crédito;
- Abandono ou flexibilização da limitação das compras de dívida de um país à sua percentagem no capital do BCE, o que poderá encontrar alguma oposição por ser uma alteração que beneficiará países com desequilíbrios orçamentais mais significativos.

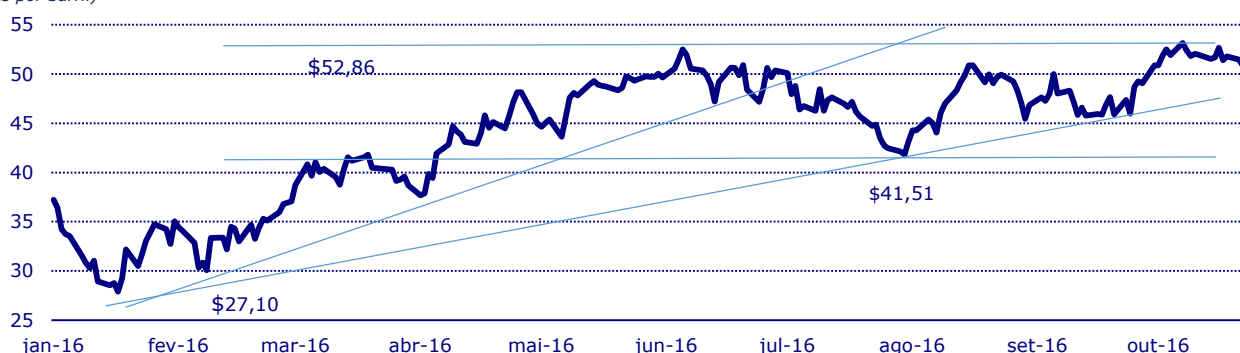
TEMAS EM DESTAQUE

PREÇO DO PETRÓLEO, ESSA VARIÁVEL DIFÍCIL DE GERIR

Esta nota pretende contextualizar os principais condicionantes do mercado internacional de petróleo, apontando também a trajectória esperada para os preços a médio prazo. Inclui-se ainda uma referência à actual situação económica da Arábia Saudita, que procura de forma activa a diversificação da sua economia. Embora, em 2014, este importante produtor de petróleo dispusesse de uma situação macroeconómica muito confortável – baixa dívida pública e amplas reservas externas – o prolongado ciclo de baixa do preço da principal *commodity* que exporta infligiu alguns danos, levando o soberano a anunciar recentemente a primeira colocação de dívida no mercado internacional. Refira-se que, caso as autoridades sauditas sejam bem sucedidas no processo de diversificação económica, o país tornar-se-á mais resiliente e poderá agir de forma (ainda) mais assertiva como principal pivot de mercado internacional de crude.

Evolução do preço do Brent

(dólares por barril)



Fonte: Reuters; Banco BPI

Recentemente, o preço do Brent (preço de referência para a Europa e Médio Oriente) ultrapassou a barreira psicológica dos \$50 por barril e testou o importante ponto de resistência \$52.86, ponto máximo registado em Junho do corrente. Com efeito, no início de Outubro, o mercado chegou a colocar o preço num novo máximo, \$53.73, valor que não era registado desde exactamente Outubro de 2015. Entretanto, durante este período de um ano, o preço chegou ao mínimo de \$27.10 (Janeiro de 2016). Ou seja, em 2016, o preço do Brent verificou um agravamento de 98%, de acordo com uma tendência crescente e suportada.

As nossas previsões é de que se mantenha a tendência de subida, de forma suave. Existem previsões de que o consumo mundial poderá inverter o movimento de contracção anterior, seguindo o maior crescimento previsto da economia mundial. O próximo ano deverá ser de aumento e consolidação dos preços, prosseguindo a tendência iniciada em 2016.

Preço do Petróleo - valor médio

	2016	2017	2018	2019	2020
Brent	45	52	59	62	64
WTI	43	50	57	60	62
	Q416	Q117	Q217	Q317	
Brent	51	51	52	52	
WTI	49	49	50	50	

Fonte: DEEF / Banco BPI.

Produção de petróleo da OPEP, milhares b/d

	2014	2015	1ºT16	2ºT16	3ºT16	var. 3ºT/1ºT,%	Julho	Agosto	Setembro	var. Jul/Set, %	Peso em Set, %
Argélia	1,193	1,157	1,128	1,126	1,162	3.01	1,145	1,159	1,182	3.23	3.45
Angola	1,654	1,767	1,773	1,730	1,720	-2.99	1,761	1,747	1,649	-6.36	4.81
Equador	557	543	548	554	551	0.55	546	549	560	2.56	1.63
Gabão	222	219	219	217	217	-0.91	219	221	211	-3.65	0.62
Indonésia	697	690	739	739	724	-2.03	745	742	722	-3.09	2.11
Irão	3,117	3,152	3,385	3,570	3,644	7.65	3,620	3,630	3,665	1.24	10.70
Iraque	3,110	3,504	4,598	4,523	4,667	1.50	4,606	4,622	4,775	3.67	13.94
Koweit	2,867	2,859	3,000	2,934	2,969	-1.03	2,950	2,987	2,970	0.68	8.67
Líbia	480	405	370	312	311	-15.95	303	270	363	19.80	1.06
Nigéria	1,807	1,748	1,667	1,485	1,252	-24.90	1,270	1,104	1,385	9.06	4.04
Qatar	709	656	675	655	644	-4.59	677	643	610	-9.90	1.78
A. Saudita	9,713	10,193	10,225	10,360	10,651	4.17	10,673	10,630	10,650	-0.22	31.08
E.A.Unidos	2,794	2,989	2,944	3,035	3,174	7.81	3,181	3,154	3,186	0.16	9.30
Venezuela	2,683	2,654	2,510	2,392	2,339	-6.81	2,355	2,328	2,334	-0.89	6.81
Total OPEP	31,603	32,536	33,781	33,632	34,025	0.72	34,051	33,786	34,262	0.62	100.00

Fonte: Secretariado da OPEP; Banco BPI.

PREÇO DO PETRÓLEO, ESSA VARIÁVEL DIFÍCIL DE GERIR (cont.)

Por outro lado, do lado da oferta está em discussão a redução momentânea da produção, de forma a estreitar a diferença para o actual nível de consumo, que foi revisto em baixa ao longo de 2016. De facto, a discussão foi lançada nos últimos meses pela OPEP (Organização dos Países Produtores de Petróleo), que pretende limitar a produção dos seus estados-membros, assim como de outros países, tendo havido contactos com países fora da organização, nomeadamente a Rússia. No caso da OPEP (não se sabem detalhes acerca do plano acordado recentemente e que será ratificado na reunião da organização de dia 30 de Novembro), refere-se a possibilidade da produção se vir a fixar dentro do intervalo compreendido entre 32.5 e 33.0 milhões de barris por dia (mb/d), quando o valor médio do 3ºT16 se situou nos 34.025 mb/d, e em Agosto e Setembro 33.786 e 34.262 mb/d, respectivamente.

Analisando a evolução da produção na OPEP desde o início do ano, constata-se quebras significativas nos três primeiros trimestres do ano na Nigéria (-25%), Líbia (-16%) e Venezuela (-7%), que se explicam por questões de instabilidade política e social; mas também registaram-se variações positivas, nomeadamente nos E.A.Unidos (+8%), Irão (+8%) e Arábia Saudita (+4%). O Irão regressou ao mercado internacional depois de levantado o embargo do Ocidente, com o acordo final acerca da utilização por este país da energia nuclear para fins pacíficos; a Arábia Saudita quis compensar com mais produção as interrupções ocorridas na Nigéria e na Líbia, de forma a não criar grandes desequilíbrios no mercado. Mas em termos gerais, em Setembro registou-se um aumento da produção para um novo máximo multi-anual (o que pode ser uma tática de alguns países, em véspera de se fixarem as novas quotas).

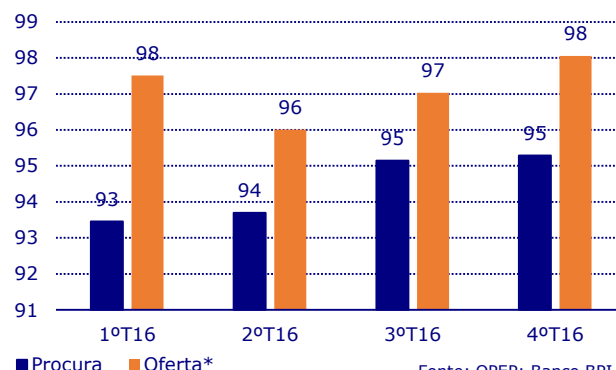
O esboço do acordo de limitação de produção surgiu na reunião de Argélia, de 28 de Setembro, e terá o período até 30 de Novembro, em Viena, para ser afinado. Foi criado um comité que determinará o que cada país terá de reduzir na sua produção diária. Adivinham-se dificuldades e acredita-se que poderá haver um cuidado especial para com o Irão, Líbia e Nigéria. Como já se referiu, o Irão esteve durante um longo período sem acesso aos mercados e necessita de relançar a sua economia; a Líbia e a Nigéria atravessam situações políticas difíceis, tendo necessidade da constância de fundos para prosseguir com a sua política de coesão nacional e defesa territorial.

A Arábia Saudita, ao aceitar uma maior limitação da sua produção e a da própria OPEP, acordando com países externos à organização também a fazê-lo (Rússia, por exemplo, que sinalizou estar pronta para o fazer), os seus governantes estão confiantes de que podem contribuir para uma evolução mais sustentada do preço, já que os níveis mínimos alcançados já são considerados passado.

De facto, existe agora a convicção que se alcançará um maior equilíbrio no mercado e uma recuperação dos preços. Pelo menos enquanto os produtores norte-americanos, com técnicas de extracção mais flexíveis, não reagirem aumentando a sua produção. Certo é que tendo em conta, pelo lado da oferta, a aparente maior flexibilidade de responder a estímulos do preço e, do lado da procura, a possibilidade de uma estabilização ou mesmo relançamento económico mundial, o preço do petróleo poderá ganhar suporte para uma evolução sustentada (possivelmente a variar entre \$45-\$60). Do ponto de vista dos principais blocos económicos, preços a subir de forma gradual podem ajudar a descolar a inflação dos actuais níveis anormalmente baixos.

Evolução da Procura e da Oferta de Petróleo

(milhões de barris por dia)



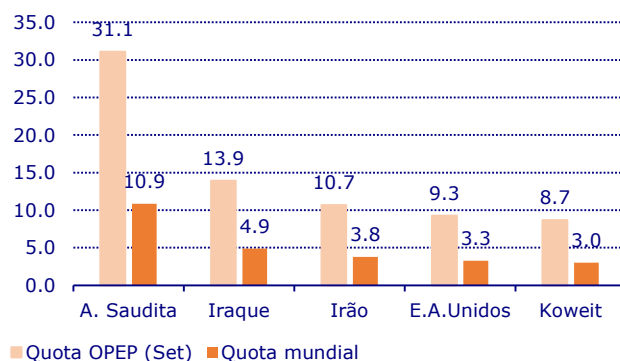
■ Procura ■ Oferta*

Fonte: OPEP; Banco BPI

Nota: (*) Segundo os conceitos internacionais, inclui-se o GNL (gás natural líquido), que tem um peso que ronda os 7.5%.

Quota dos cinco principais produtores da OPEP

(%)



■ Quota OPEP (Set) ■ Quota mundial

Fonte: OPEP; Banco BPI

TEMAS EM DESTAQUE

PREÇO DO PETRÓLEO, ESSA VARIÁVEL DIFÍCIL DE GERIR (cont.)

Arábia Saudita

Perante o actual momento de preços do petróleo sustentados e estáveis acima dos \$50, a Arábia Saudita aproveitou para lançar a primeira emissão de Obrigações do Tesouro a nível internacional. O gigantesco montante, dividido em três tranches com maturidades diferenciadas, acabou por se fixar em \$17.5 mil milhões (MM), beneficiando de uma forte procura. O montante inicial pretendido variava entre \$10 e \$15 MM. Foram recebidas e registadas ordens num total de \$67 MM.

Esta colocação de dívida em mercado faz parte de um plano de reformas económicas, que estão a ser implementadas, e dá ao país uma importante abertura aos capitais externos e um *benchmark* para colocações futuras, inclusive ao nível da colocação de dívida das empresas. Parece assim assegurado o financiamento do país, que ajudará o país a reequilibrar as suas contas, após os constrangimentos trazidos pelo longo declínio dos preços do petróleo. E parece haver investidores interessados em emprestar fundos ao país.

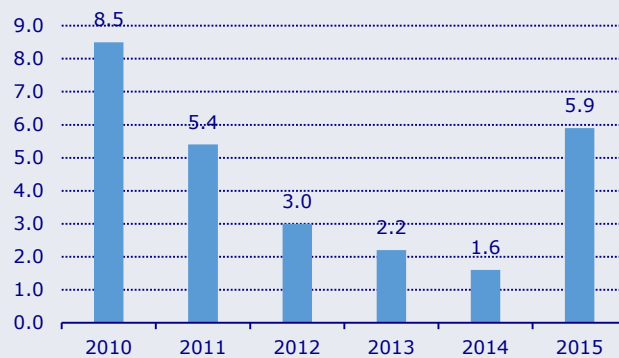
E no final, os termos de *pricing* foram mais favoráveis ao antecipado por analistas. A tranche de \$5.5 MM a 5 anos foi colocada com 135 pontos base sobre a *yield* do *US Treasury* a 5 anos; a de \$5.5 MM a 10 anos foi colocada com 165 pontos base sobre a *yield* do *US Treasury* a 10 anos; já os restantes \$6.5 MM foram emitidos a 30 anos a 210 pontos base sobre a *yield* do *US Treasury* a 30 anos.

Segundo as autoridades, o objectivo é ajudar a criar um fundo soberano de cerca de \$2 biliões e diversificar a economia para além do petróleo, privilegiando outras indústrias, como minas, alta tecnologia e finanças. Cerca de 75% das receitas do país são geradas pelo petróleo e, até final de 2015, estavam estimadas reservas de petróleo de 266.5 mil milhões de barris que, ao nível médio do ano passado de 10.2 milhões de barris dia (mb/d), durará mais 70 anos.

A política que estava a ser seguida deteriorou as contas do país. Durante dois anos, a Arábia Saudita sentiu-se confortável com a queda dos preços do petróleo, apostando mesmo no excesso de produção face à diminuição da procura (não quis que a OPEP adequasse a oferta à procura e exerceu a sua posição de principal produtor do quartel e o que tem maior folga entre a capacidade de produção instalada e o que produz; os restantes países estão praticamente no limite da sua capacidade). Com esta postura, as autoridades acreditavam que poderiam acabar com a ameaça trazida pela exploração do petróleo e gás de xisto, uma nova tecnologia surgida, desenvolvida e posta em prática nos EUA, e que daria aos norte-americanos o domínio da produção regional e mesmo mundial de crude. Este “novo” petróleo tinha (tem) um custo de exploração muito elevado e preços em queda acentuada poriam em causa a sua extracção e comercialização. E na verdade muitas empresas norte-americanas sucumbiram perante os preços baixos e o excessivo endividamento. Mas também muitas outras mostraram uma grande resiliência. **E ao fim deste período assiste-se a uma viragem de política dos sauditas, que viram a sua saúde financeira posta em causa. Face à forte deterioração dos termos de troca e da importante quebra na captação de reservas cambial está a ser importante o forte empenho do país na criação de um programa de reformas e de relançamento económico (já denominado Bin Salman Plan / príncipe saudita que lidera o processo) apostado na diversificação da actividade económica, fazendo diminuir o peso do petróleo. Para além de reformas ao nível fiscal - maior controlo das despesas, nomeadamente ao nível dos subsídios (reduzir os subsídios em relação ao consumo de água e de energia) e, do lado das receitas, a introdução do IVA em 2018.**

Arábia Saudita - evolução da dívida pública

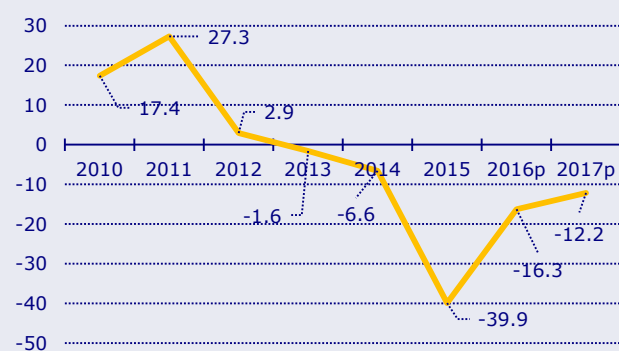
(% do PIB)



Fonte: Bloomberg; Banco BPI

Arábia Saudita - evolução dos termos de troca

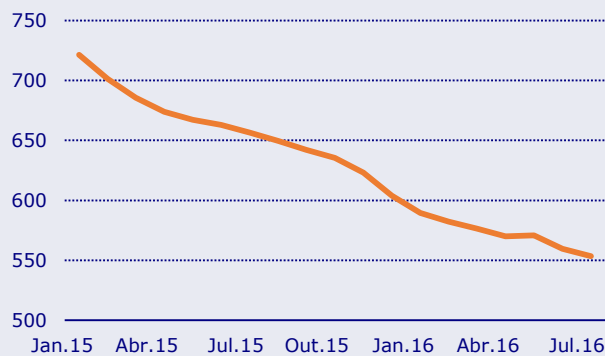
(variação %)



Fonte: IIF

PREÇO DO PETRÓLEO, ESSA VARIÁVEL DIFÍCIL DE GERIR (cont.)**Arábia Saudita - evolução das reservas cambiais**

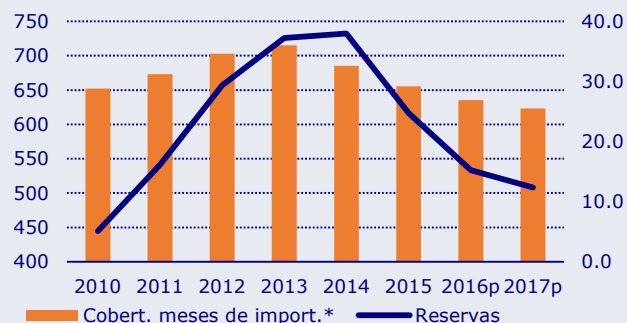
(mil milhões de dólares)



Fonte: Bloomberg; Banco BPI

Reservas em mínimos desde 2010

(variação %)



Fonte: IIF
 Nota: *Cobertura em meses de Importação de bens, serviços e capitais

TEMAS EM DESTAQUE

PREÇO DO PETRÓLEO, ESSA VARIÁVEL DIFÍCIL DE GERIR (anexo)

Procura mundial de petróleo, mb/d																
	2015	1ºT16	2ºT16	3ºT16	4ºT16	2016	var. anual vol.	var. anual %	1ºT17	2ºT17	3ºT17	4ºT17	2017	var. anual vol.	var. anual %	Peso em 2016, %
Américas	24.46	24.46	24.56	24.97	24.74	24.68	0.22	0.90	24.67	24.72	25.22	24.91	24.88	0.20	0.81	26.1
EUA	19.70	19.79	19.86	20.12	19.91	19.92	0.22	1.12	19.93	19.96	20.34	20.06	20.07	0.15	0.75	21.1
Europa	13.73	13.62	13.89	14.16	13.70	13.84	0.11	0.80	13.57	13.85	14.16	13.70	13.82	-0.02	-0.14	14.7
Ásia/Pacífico	8.03	8.57	7.63	7.59	8.09	7.97	-0.06	-0.75	8.49	7.54	7.55	8.01	7.89	-0.08	-1.00	8.4
Total OCDE	46.21	46.65	46.08	46.72	46.53	46.50	0.29	0.63	46.73	46.11	46.92	46.62	46.59	0.09	0.19	49.3
Restante Ásia	12.04	12.42	12.63	12.45	12.73	12.56	0.52	4.32	12.75	13.02	12.83	13.10	12.93	0.37	2.95	13.3
Índia	4.05	4.51	4.25	4.17	4.44	4.34	0.29	7.16	4.66	4.40	4.37	4.57	4.50	0.16	3.69	4.6
América Latina	6.56	6.19	6.49	6.79	6.47	6.49	-0.07	-1.07	6.28	6.53	6.84	6.56	6.55	0.06	0.92	6.9
Médio Oriente	8.11	8.06	7.94	8.65	8.06	8.18	0.07	0.86	8.25	8.12	8.80	8.24	8.36	0.18	2.20	8.7
África	3.99	4.12	4.06	4.03	4.17	4.10	0.11	2.76	4.23	4.19	4.14	4.29	4.21	0.11	2.68	4.3
Total de países em vias de desenv.	30.71	30.80	31.15	31.92	31.42	31.33	0.62	2.02	31.51	31.87	32.61	32.19	32.05	0.72	2.30	33.2
Ex-URSS	4.62	4.49	4.37	4.73	5.04	4.66	0.04	0.87	4.55	4.41	4.78	5.09	4.71	0.05	1.07	4.9
Retante Europa	0.67	0.68	0.64	0.68	0.77	0.70	0.03	4.48	0.70	0.65	0.69	0.79	0.71	0.01	1.43	0.7
China	10.95	10.83	11.45	11.09	11.53	11.23	0.28	2.56	11.11	11.71	11.38	11.77	11.49	0.26	2.32	11.9
Total	16.25	16.01	16.47	16.50	17.34	16.58	0.33	2.03	16.36	16.78	16.85	17.65	16.91	0.33	1.99	17.6
Total Mundo	93.17	93.46	93.70	95.15	95.29	94.40	1.23	1.32	94.60	94.75	96.39	96.46	95.56	1.16	1.23	100.0
Previsão anterior	93.04	93.23	93.54	95.12	95.16	94.27	1.23	1.32	94.37	94.59	96.37	96.33	95.42	1.15	1.22	
Revisão	0.13	0.23	0.16	0.02	0.13	0.13	0.00	0.00	0.23	0.16	0.02	0.13	0.13	0.00	0.00	

Fonte: Secretariado da OPEP; Banco BPI.

Oferta mundial de petróleo, excluindo a OPEP, mb/d																
	2015	1ºT16	2ºT16	3ºT16	4ºT16	2016	var. anual vol.	var. anual %	1ºT17	2ºT17	3ºT17	4ºT17	2017	var. anual vol.	var. anual %	Peso em 2016, %
Américas	21.07	21.00	20.08	20.50	20.46	20.51	-0.56	-2.66	20.39	20.24	20.27	20.46	20.34	-0.17	-0.83	36.4
EUA	14.04	13.81	13.68	13.53	13.48	13.62	-0.42	-2.99	13.44	13.40	13.43	13.57	13.46	-0.16	-1.17	24.2
Europa	3.76	3.90	3.74	3.78	3.89	3.83	0.07	1.86	3.98	3.84	3.65	3.93	3.85	0.02	0.52	6.8
Ásia/Pacífico	0.46	0.44	0.42	0.45	0.46	0.44	-0.02	-4.35	0.45	0.46	0.45	0.42	0.44	0.00	0.00	0.8
Total OCDE	25.29	25.33	24.23	24.73	24.81	24.78	-0.51	-2.02	24.82	24.54	24.37	24.80	24.63	-0.15	-0.61	44.0
Restante Ásia	2.72	2.76	2.68	2.71	2.76	2.73	0.01	0.37	2.76	2.75	2.75	2.74	2.75	0.02	0.73	4.8
América Latina	5.19	4.98	5.06	5.18	5.27	5.12	-0.07	-1.35	5.27	5.29	5.33	5.42	5.33	0.21	4.10	9.1
Médio Oriente	1.27	1.27	1.28	1.30	1.28	1.28	0.01	0.79	1.27	1.26	1.25	1.24	1.26	-0.02	-1.56	2.3
África	2.13	2.10	2.07	2.14	2.16	2.12	-0.01	-0.47	2.17	2.19	2.21	2.23	2.20	0.08	3.77	3.8
Total de países em vias de desenv.	11.31	11.10	11.09	11.33	11.47	11.25	-0.06	-0.53	11.47	11.49	11.54	11.63	11.53	0.28	2.49	20.0
Ex-URSS	13.69	13.95	13.73	13.68	13.98	13.84	0.15	1.10	14.10	13.92	13.98	14.13	14.03	0.19	1.37	24.6
Rússia	10.85	11.07	10.98	11.00	11.08	11.04	0.19	1.75	11.11	11.00	10.99	11.08	11.04	0.00	0.00	19.6
Retante Europa	0.14	0.13	0.13	0.13	0.15	0.14	0.00	0.00	0.15	0.15	0.15	0.16	0.15	0.01	7.14	0.2
China	4.38	4.22	4.11	4.03	4.10	4.12	-0.26	-5.94	4.04	3.99	3.96	3.98	3.99	-0.13	-3.16	7.3
Total	18.21	18.31	17.97	17.85	18.23	18.09	-0.12	-0.66	18.30	18.06	18.10	18.27	18.18	0.09	0.50	32.1
Prod.não-OPEP	54.81	54.74	53.29	53.92	54.51	54.12	-0.69	-1.26	54.58	54.08	54.00	54.70	54.34	0.22	0.41	96.1
Ganhos processam.	2.17	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	0.02	0.92	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	0.01	0.46	3.9
Total não-OPEP	56.98	56.93	55.48	56.10	56.69	56.30	-0.68	-1.19	56.78	56.28	56.20	56.90	56.54	0.24	0.43	100.0
Previsão anterior	56.92	56.94	55.61	56.13	56.57	56.32	-0.60	-1.05	56.71	56.24	56.19	56.92	56.52	0.20	0.36	
Revisão	0.06	-0.01	-0.14	-0.03	0.12	-0.01	-0.07	-0.13	0.07	0.04	0.01	-0.02	0.02	0.03	0.06	

Fonte: Secretariado da OPEP; Banco BPI.

MOÇAMBIQUE PRETENDE REESTRUTURAR A DÍVIDA PÚBLICA

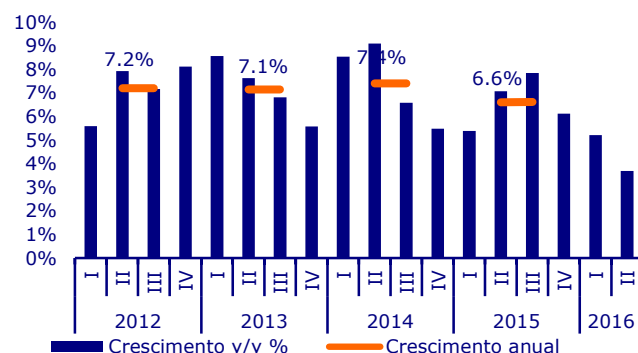
Os desafios da economia moçambicana acentuaram ao longo de 2016: os preços das matérias-primas de exportação continuam a preços reduzidos, a moeda tem depreciado continuamente, a deterioração da confiança dos agentes económicos tem restringido a entrada de investimento directo estrangeiro no país, o que agrava a escassez de divisas, e as pressões inflacionistas agravam-se. As principais instituições internacionais têm revisto continuamente em baixa as suas previsões para os principais agregados macroeconómicos e a recente divulgação de montantes adicionais de dívida pública externa colocaram a dívida do Governo em níveis insustentáveis e levaram a que os parceiros internacionais congelassem os apoios financeiros. Neste sentido, num acto de transparência, e demonstrando que o país não tem capacidade para cumprir com o serviço de dívida, o Ministério das Finanças divulgou um documento de suporte à negociação junto dos credores para uma reestruturação da dívida externa e, assim, poder beneficiar do apoio financeiro do FMI.

Crescimento desacelera ao longo de 2016

A economia moçambicana tem sido afectada por um vasto conjunto de factores adversos, que têm potenciado uma desaceleração da actividade desde 2015. Alguns desses eventos têm-se agravado ao longo de 2016, o que tem levado a constantes revisões dos principais agregados macroeconómicos por várias organizações internacionais. No conjunto das instituições, o FMI e a Economist Intelligence Unit (EIU) demarcam-se pelo menor optimismo quanto ao crescimento esperado do PIB para este ano, com previsões de, respectivamente, 3.7% e 3.6%. Mais recentemente, também o Governo moçambicano reviu fortemente o crescimento esperado para este ano, de 7.0% no Orçamento de Estado inicial para 2016, para 3.9% inscrito no Orçamento Geral do Estado (OGE) para 2017. Considerando os dados divulgados até ao momento (crescimento do PIB de 4.5% na primeira metade de 2016 vs 6.2% em igual período de 2015), esta visão do Governo parece mais enquadrada com a evolução que nós esperamos para a actividade económica até ao final do ano.

A actividade económica tem desacelerado desde meados de 2015

(variação homóloga; taxa anual)



Fonte: INE

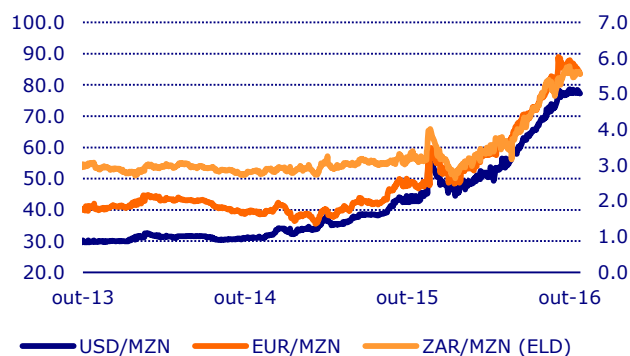
Os baixos preços das matérias-primas de exportação, nomeadamente o alumínio e o carvão, reduziram as receitas de exportação e, ao mesmo tempo, tornaram menos atractivo o investimento, doméstico e estrangeiro, assente nos recursos naturais. Adicionalmente, os atrasos nos projectos de Gás Natural Liquefeito (GNL) também têm adiado a implementação de serviços de apoio a estes projectos, o que, em geral, tem sido visível pela redução do investimento directo estrangeiro (IDE). De facto, de acordo com os dados do Banco de Moçambique, o IDE caiu, em termos homólogos, 11% na primeira metade de 2016. Ainda assim, importa destacar positivamente a evolução favorável do IDE no caso dos grandes projectos, com um crescimento de 32% y/y na primeira metade de 2016.

Os efeitos do fenómeno "El Niño", designadamente as condições de seca e chuvas que têm afectado diferentes regiões do país, têm restringido a actividade agrícola. De acordo com a EIU, é esperado que a situação de seca que afecta actualmente o país termine na próxima estação de chuvas em Outubro-Dezembro. Ainda assim, não será suficiente para recuperar as colheitas perdidas este ano. Considerando que as novas colheitas apenas estarão disponíveis em Março/Abril do próximo ano e que 1.5 milhões de moçambicanos se encontram numa situação de insegurança alimentar (a ONU considera que esse valor está subestimado e aponta para 2.5 milhões), a escassez de bens alimentares deverá intensificar das pressões inflacionistas nos próximos meses.

Adicionalmente, importa mencionar a depreciação da moeda nacional, que regista uma depreciação de 70% face ao dólar ao desde o início do ano. Em causa estará a insuficiente oferta de divisas estrangeiras face à procura existente na economia para importação de bens e serviços e pagamento do serviço de dívida externa, e considerando a redução das receitas de exportação, os menores fluxos de investimento

Metical tem estado pressionado, decorrente da conjugação de diversos factores adversos

(x meticals por USD/EUR/ZAR)



Fonte: Bloomberg

TEMAS EM DESTAQUE

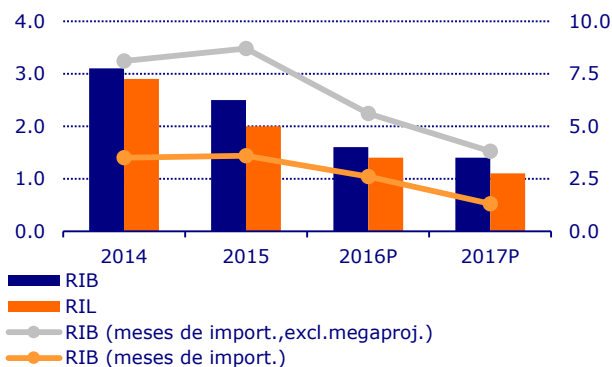
MOÇAMBIQUE PRETENDE REESTRUTURAR A DÍVIDA PÚBLICA (cont.)

estrangeiro e o congelamento dos apoios financeiros por parte dos parceiros internacionais (incluindo o FMI). **Esta redução de disponibilidade de divisas tem colocado pressão sobre a taxa de câmbio e sobre o montante de reservas internacionais.** De acordo com o Banco de Moçambique, em Setembro, o montante de reservas atingiu USD 1.7 mil milhões, o que compara desfavoravelmente com o máximo de USD 3.3 mil milhões em meados de 2014.

As tensões político-militares também não ajudam à melhoria da confiança que Moçambique precisa para captar investimento directo estrangeiro. Este tem sido um dos factores apontados para a restrição na movimentação de bens e de serviços, colocando pressão sobre a taxa de inflação. Ao mesmo tempo, apesar da tentativa de acordos de paz, o corredor de Nacala foi objecto de dois ataques recentemente, que as notícias apontam à Renamo. Este corredor é operado pela empresa Vale e é um importante instrumento para a exportação de carvão da mina de Moatize.

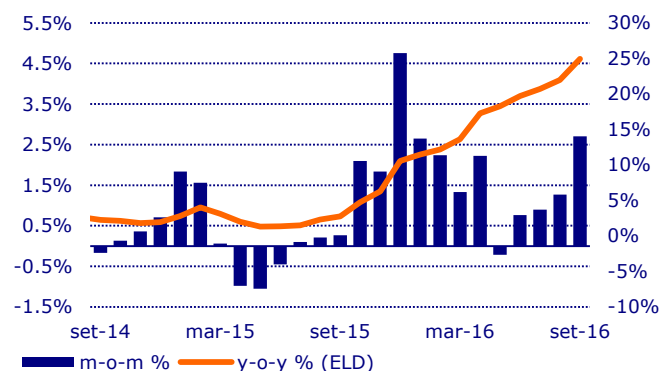
Reservas Internacionais Brutas e Líquidas

(mil milhões USD; meses de importações)



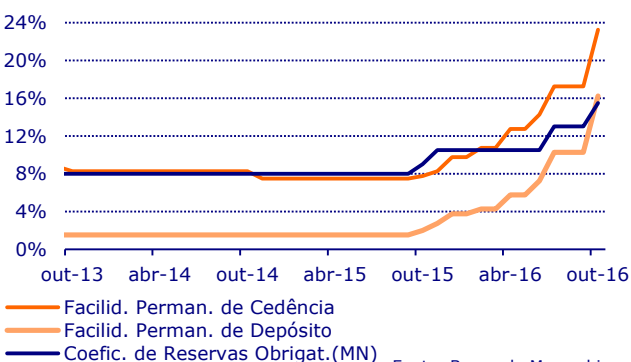
Pressões inflacionistas acentuam, face às condições de seca e depreciação do Metical

(mom%; yoy%)



BM aumentou significativamente as taxas de juro de política monetária

(percentagem)



A rápida aceleração da taxa de inflação nos últimos meses (em Setembro, a inflação homóloga aumentou em 2.97 pontos percentuais para 24.9%) levou a que as taxas de juro reais praticadas na economia passassem para terreno negativo. Este desempenho, ao qual se junta o excesso de liquidez na economia, a necessidade de um processo de formação da taxa de câmbio mais transparente e a deterioração das reservas internacionais foram os aspectos mencionados pelo Banco Central moçambicano para a tomada das seguintes decisões, na última reunião de política monetária de Outubro: (i) aumentar em 600 pontos base (p.b.) a taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez para 23.25%; (ii) aumentar em 600 p.b. a taxa de juro de depósito para 16.25%; (iii) aumentar o coeficiente de reservas obrigatórias em moeda nacional e em moeda estrangeira em 250 p.b. e 50 p.b., respectivamente, para 15.5% nos dois casos, com efeitos a partir de 22 de Novembro; (iv) reporte obrigatório dos bancos comerciais, três vezes por dia, das taxas de câmbio praticadas nas transacções com o público, com efeitos imediatos; (v) limitar o acesso dos bancos comerciais aos recursos disponibilizados pela facilidade permanente de cedência; (vi) assegurar que a base monetária não excede MT 103.2 mil milhões.

Orçamento de Estado 2017: esforço de consolidação parece aquém do esperado

A proposta do Orçamento de Estado para 2017 (OGE 2017) pressupõe um ambiente económico mais favorável do que o contexto observado ao longo de 2016. Assim, o Governo espera que a taxa de crescimento real do PIB acelere para 5.5% em 2017, face a 3.9% esperado actualmente para este ano. Ao mesmo tempo, o ritmo de crescimento dos preços deverá desacelerar no próximo ano, embora se espere que continue em dois dígitos (15.5%). Este cenário mais optimista por parte do Executivo é justificado pelo esperado contexto de paz, por um ambiente mais favorável ao investimento directo estrangeiro, por uma melhoria da balança corrente e pela recuperação da confiança dos parceiros financeiros internacionais. A política fiscal para 2017 assenta na prossecução de três objectivos: (i) consolidação fiscal; (ii) maior eficácia na arrecadação de receitas internas; (iii) correcta alocação dos recursos, no sentido de aumentar a disponibilidade de bens e serviços importantes para a população e investimento.

MOÇAMBIQUE PRETENDE REESTRUTURAR A DÍVIDA PÚBLICA (cont.)

É esperado que as receitas totais aumentem quase 13% face ao estimado no Orçamento de Estado Revisto para 2016. As receitas fiscais deverão continuar a representar a maior fatia das receitas do Governo, esperando-se um aumento de cerca de 8%, reflectindo a antecipada melhoria na colecta de impostos (nomeadamente através da revisão da pauta aduaneira e do código do IVA, e maior fiscalização, especialmente no caso das empresas dos sectores dos recursos naturais). No entanto, e considerando o ambiente económico ainda debilitado, é esperado que o imposto sobre o rendimento das pessoas colectivas caia em quase 9% face a este ano.

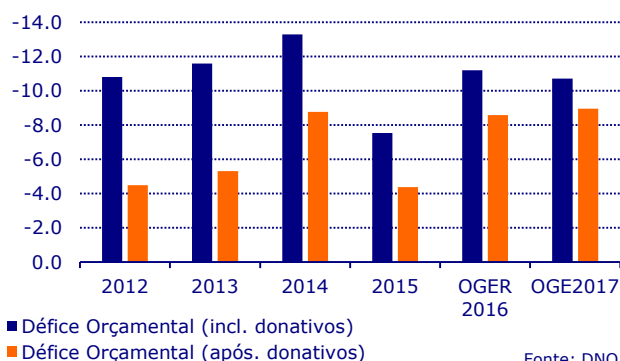
Pressupostos Macroeconómicos de apoio ao OGE 2017

	2015	2016 Prev. actual	2017P
PIB nominal (mil milhões MT)	589.3	694.5	802.9
Taxa Crescimento Real do PIB	6.6%	3.9%	5.5%
Taxa de Inflação (média)	3.6%	18.0%	15.5%
Reservas Intern. Líq. (meses de importações)	4.1	3.0	3.1
Exportações (mil milhões USD)	3.4	3.2	3.5
População (milhões)	25.7	26.4	27.1

Fonte: OGE 2017.

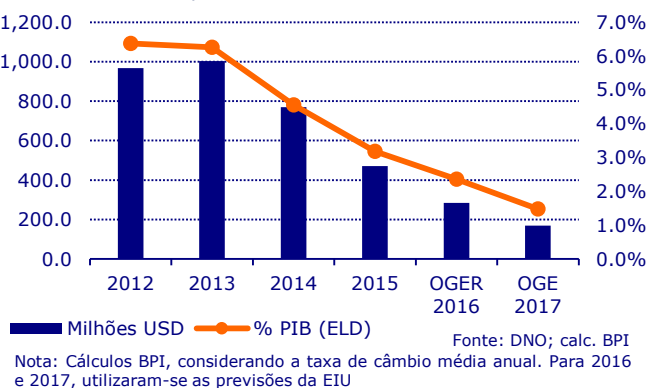
Evolução do défice orçamental (excluindo e incluindo donativos)

(% PIB)



Evolução dos donativos

(milhões USD; % do PIB)



As despesas totais deverão aumentar quase 12% face a 2016. Para isso contribui, especialmente, o aumento significativo com os encargos da dívida em 78%, face à depreciação da moeda nacional e a forte componente externa que a dívida pública assume (cerca de 80% do total da dívida). É esperado que esta rubrica atinja 3.4% do PIB no próximo ano, o que compara com 2.2% em 2016. Apesar do objectivo de contenção das despesas, é possível verificar um incremento substancial das despesas com pessoal e com bens e serviços. No primeiro caso, o Executivo menciona a intenção de redução de novas admissões no sector público, com excepção de alguns sectores prioritários (educação, saúde e agricultura).

O défice orçamental em 2017, antes de donativos, deverá melhorar face a este ano; no entanto, e considerando a queda de 23% dos donativos prevista pelo Executivo para MT 14 mil milhões, é esperado um agravamento do défice após ponderação desta rubrica, de 8.6% em 2016 para 9.0% em 2017.

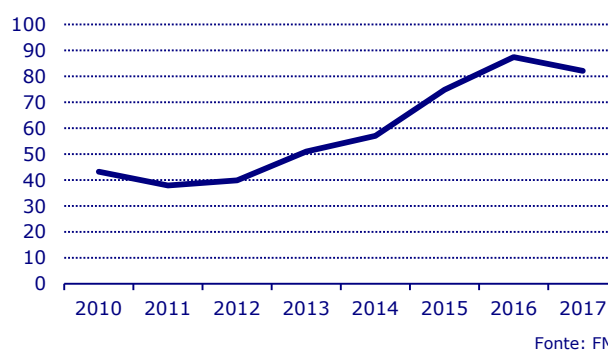
Conversações com credores para reestruturação da dívida

O Estado moçambicano pretende iniciar conversações com os credores, em linha com a necessidade de reestruturar a dívida pública externa e garantir a sua sustentabilidade, indispensável para um acordo com o FMI sobre um novo programa de financiamento. Neste sentido, foi divulgado o documento que serviu de base à apresentação aos investidores, num sinal de compromisso com os valores da transparência e do esforço de uma abordagem colaborativa, que consideramos um sinal muito positivo na relação entre Moçambique e os seus credores.

A base de análise parte de uma perspectiva mais pessimista para o crescimento económico do que o mencionado no OGE 2017, antecipado, neste documento, em 3.7% em 2016. O Ministério das Finanças chama a atenção para a deterioração da posição externa, assim como para as pressões nas

Dívida Pública Bruta tem aumentado significativamente

(% PIB)



TEMAS EM DESTAQUE

MOÇAMBIQUE PRETENDE REESTRUTURAR A DÍVIDA PÚBLICA (cont.)

finanças públicas que têm aumentado significativamente.

Neste ponto, os factores explicativos incidem sobre a suspensão do financiamento por parte do FMI, o congelamento dos donativos dos países parceiros e o aumento significativo da dívida pública bruta (é previsto, neste documento, que atinja 130% do PIB no final deste ano, incluindo as responsabilidades inerentes à MAM e Proindicus). **Os riscos para o curto e médio prazo são no sentido descendente:** (i) possibilidade de uma deterioração mais substancial da moeda nacional, o que, aliado ao elevado peso da dívida externa no total da dívida pública (cerca de 80%) e à forte vertente importadora da economia, torna o país fortemente vulnerável a choques da taxa de câmbio; (ii) possível surgimento de responsabilidades contingentes com origem em quatro empresas detidas pelo Estado, às quais estão associadas garantias implícitas do Estado (M-Cel, LAM, Petromoz e EDM); (iii) novos possíveis adiamentos na aplicação da reforma dos subsídios aos combustíveis podem constituir um risco, considerando os níveis elevados; (iv) instabilidade no sector financeiro (Moza Banco foi recentemente intervencionado).

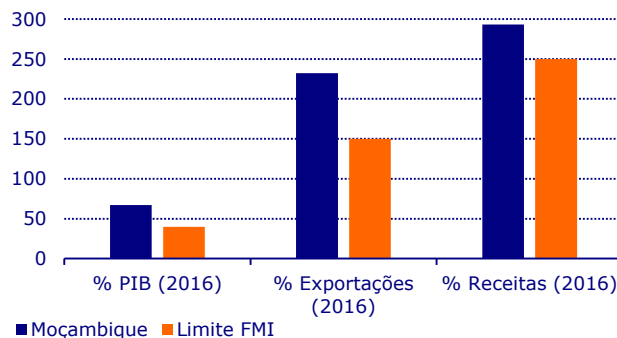
De acordo com este documento, em 2017, o Governo não terá capacidade de fazer face ao serviço da dívida.

De facto, a capacidade de pagamento do serviço da dívida externa (considerando o saldo orçamental primário, o financiamento externo e doméstico, o pagamento de juros e os subsídios aos combustíveis em atraso de 2016) deverá atingir MT 25.5 mil milhões em 2017. No entanto, o serviço da dívida multilateral e bilateral deverá assumir um montante de MT 26.2 mil milhões. Neste sentido, e dada a pretensão de solicitar junto do FMI um novo programa de financiamento, o Estado chama a atenção para a necessidade de reestruturação de alguma dívida, para a tornar sustentável. **Neste momento, e de acordo com os cálculos do Governo, o país não cumpre nenhum dos limites definidos pelo FMI para considerar a dívida sustentável, e não deverá conseguir reverter a situação no médio prazo.** Este é um factor imprescindível para se avançar com as conversações com o FMI, a par da já iniciada auditoria independente, focada na EMATUM, Proindicus e MAM (visto de forma positiva pela Moody's). A reestruturação da dívida, que deverá incluir estas três empresas, poderá assumir a forma de um *haircut*, de uma extensão do prazo de maturidade (eventualmente para depois de 2021, altura em que é esperado que se inicie a exploração de GNL), ou uma combinação dos dois. A outra possibilidade, que consideramos menos provável, será os investidores não aceitarem e executarem as garantias. Neste cenário, e considerando a incapacidade do Estado em cumprir com as suas responsabilidades, está implícito o reconhecimento de perdas avultadas.

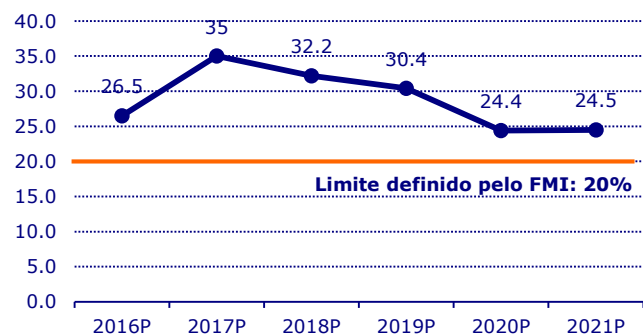
O calendário que o Governo estipulou para esta reestruturação parece ambicioso, mas, ainda assim, possível. O objectivo será conseguir, no início de 2017, um acordo com o FMI para a obtenção de um novo programa de financiamento, o que implica uma aceitação por parte dos credores para uma proposta de reestruturação da dívida em Dezembro.

Valor presente da dívida ext., púb. e garantida pelo Estado, e limites do FMI para países de baixo rend.

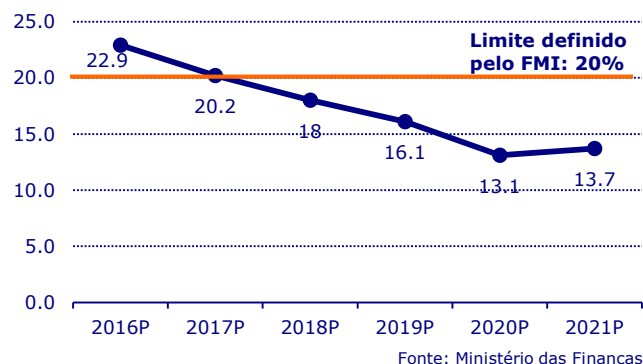
(percentagem)

**Serviço da dívida pública externa, pública e garantida pelo Estado, em percentagem das receitas do Governo**

(receitas do Governo)

**Serviço da dívida pública externa, pública e garantida pelo Estado, em percentagem das exportações**

(exportações)



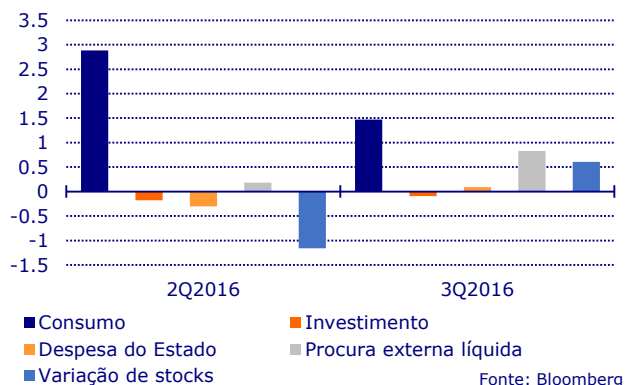
EUA – ACELERAÇÃO NO 3º TRIMESTRE SUSTENTADO POR INVENTÁRIOS E EXPORTAÇÕES

□ **No terceiro trimestre a economia americana acelerou, registando um crescimento de 2.9% em termos trimestrais anualizados.** Este ritmo traduz-se em mais 1.5 pontos percentuais (p.p.) em relação ao desempenho verificado no 2º trimestre, e ligeiramente superior à média verificada no 3º trimestre nos últimos anos. Porém, o consumo privado desacelerou significativamente, aumentando 2.1% em relação aos três meses anteriores, depois de uma subida bem mais expressiva de 4.3% no 2º trimestre. Este dado deve-se principalmente ao consumo de bens não-duráveis, que diminuíram 1.4%, naquela que foi a primeira descida desde o último trimestre de 2012. Um factor ainda relativamente negativo prende-se com a quebra, ainda que desta feita menor, do investimento (-0.6%), este que tem sido um dos principais factores a prejudicar o crescimento económico durante 2016, devido ao desinvestimento no sector energético. **No entanto, os principais factores a influenciar o maior crescimento foram o aumento das exportações e uma acumulação de stocks.** As exportações subiram 10.0%, contribuindo assim com 1.2 p.p. para o ritmo de crescimento. Há, ainda assim, que ressaltar que este aumento foi provocado por maiores vendas de feijões de soja, um factor que não se deverá repetir, levando a um provável desempenho menos entusiasmante das exportações no próximo trimestre. Por outro lado, a acumulação de stocks contribuiu com 0.6 p.p. para o aumento do PIB. Assim, a média dos primeiros 9 meses do ano situou-se em cerca de 1.7% de crescimento homólogo, o que, mesmo com um crescimento tão ou mais sólido nos últimos 3 meses do ano, faz prever um aumento do PIB abaixo dos 2% em 2016.

□ **Os números do mercado de trabalho, por seu lado, continuam a mostrar uma base para um continuado crescimento, ainda que gradual.** O relatório de emprego de Outubro mostrou uma criação de emprego de 175 mil novos postos de trabalho, um dado consistente com uma continuada geração líquida de emprego, que redundou também numa taxa de desemprego de 4.9% no mês de Outubro. Por outro lado, a inflação mostra agora uma tendência que, a confirmar-se, indica um gradual aumento. Em Setembro os preços aumentaram 0.3% mom e 1.5% em termos homólogos, começando a aproximar-se dos 2% desejados pela Reserva Federal. Os principais responsáveis são, por um lado, o aumento do preço dos combustíveis, reflectindo o fim do ciclo de quebra anual de preços energéticos, e por outro, a subida nos preços das rendas, um resultado provável do dinamismo no mercado da habitação. **Assim, começa a ser bastante provável que se concretize o aumento da taxa de juro de referência em Dezembro, por parte da Reserva Federal.**

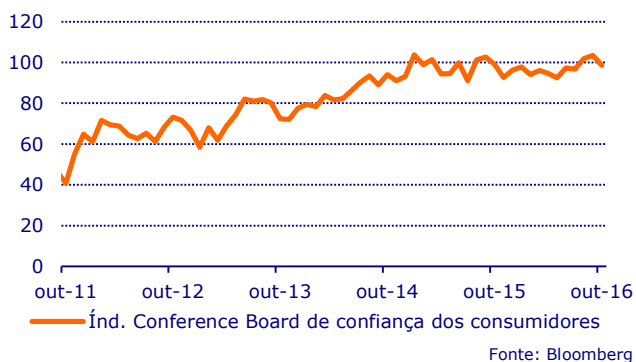
As exportações e variação de stocks compensaram uma desaceleração do consumo

(contributo para a variação trimestral anualizada em p.p.)



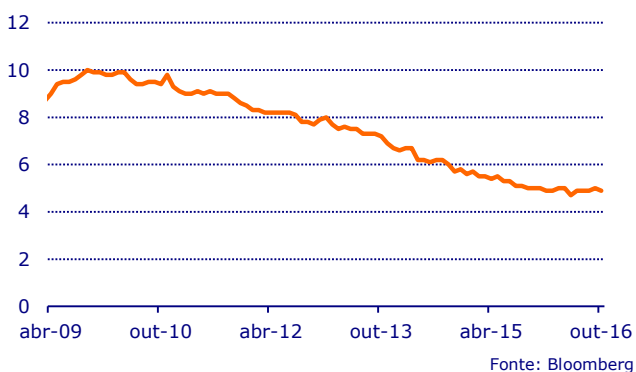
Confiança dos consumidores mantém-se alta

(índice)



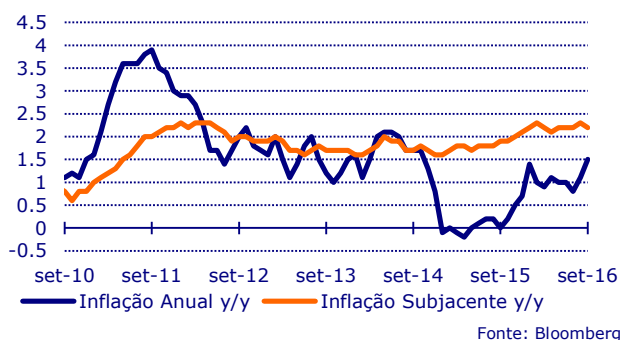
O desemprego mantém-se à volta de 5%

(percentagem da população activa)



A inflação parece querer novamente encetar uma tendência de subida

(taxa de variação homóloga)



ECONOMIAS

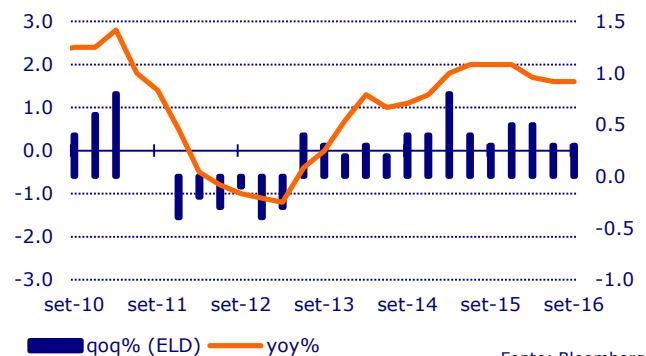
ZONA EURO – ACTIVIDADE ECONÓMICA CONTINUA A RECUPERAR MODERADAMENTE

□ **O ritmo de crescimento na área do euro deverá ter permanecido em 0.3% qoq e 1.6% yoy no 3T, tal como no trimestre precedente, de acordo com a estimativa rápida do Eurostat.** Ainda que não se saiba como se comportaram as várias rubricas, é esperado que a procura doméstica se tenha mantido como o principal factor de suporte da actividade económica neste período. A divulgação do detalhe, por componente, será a 15 de Novembro. **O 4T começou de forma positiva, de acordo com os indicadores PMI.** O PMI compósito aumentou de 52.6 em Setembro para 53.3 pontos em Outubro, impulsionado pela indústria transformadora (53.5 vs 52.6 em Setembro) e serviços (52.8 vs 52.2 em Setembro). Um dos aspectos mais relevantes foi o aumento das pressões inflacionistas, potenciado pelo aumento dos custos com o trabalho e dos preços do petróleo. De facto, de acordo com o Eurostat, a taxa de inflação homóloga aumentou para 0.5% no mês de Outubro.

□ **Os países membros da Zona Euro já enviaram as propostas para os respectivos Orçamentos de Estado à Comissão Europeia.** Na maioria dos casos (excepção será a Alemanha, onde o incentivo da Comissão Europeia (CE) é no sentido de promover o investimento público) deverá assistir-se a melhorias dos saldos orçamentais. No caso de Espanha e França, os respectivos orçamentos antecipam um défice inferior ao que é solicitado pela própria CE, ao abrigo do Procedimento por Défices Excessivos. A excepção será Itália, que prevê um défice superior ao pretendido pela CE, dado o aumento das despesas necessárias para lidar com a crise dos refugiados e com a reconstrução dos edifícios e espaços destruídos pelos recentes sismos. Entretanto, Chipre, Finlândia e Itália receberam feedbacks pouco favoráveis e que podem obrigar a revisões dos respectivos orçamentos. Apesar da melhoria esperada para o saldo orçamental, em muitos casos, são antecipadas reduções de impostos e aumento de despesa. A explicar esta aparente discordância poderão estar dois factores: (i) o esperado aumento da eficiência, que deverá resultar em menores despesas públicas e/ou na melhoria na colecta de impostos; e (ii) pressupostos macroeconómicos optimistas.

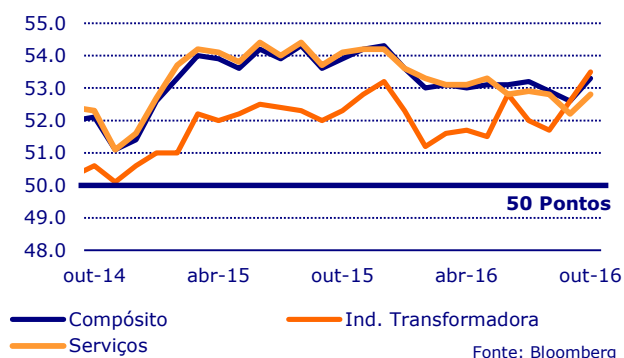
Actividade económica na área do euro recupera moderadamente

(yoy%; qoq%)



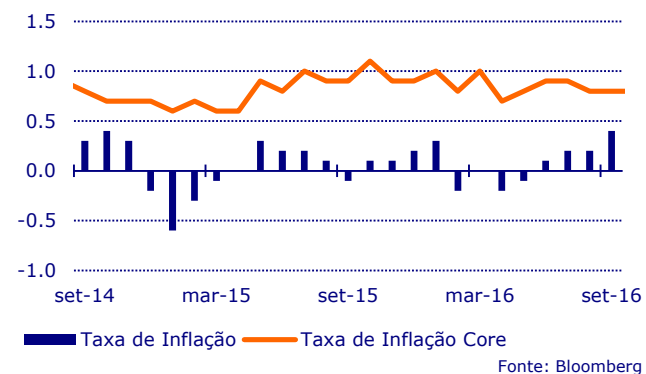
Actividade económica acelera no início do 4T

(pontos)



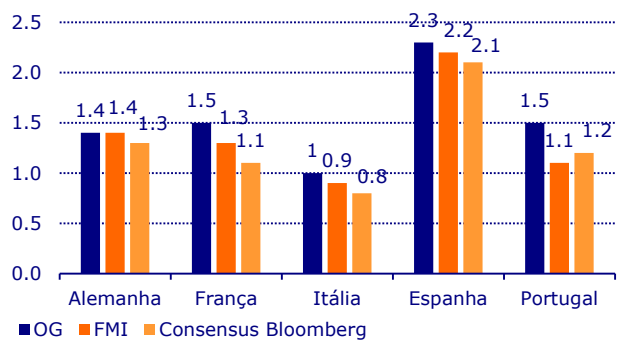
Taxa de Inflação continua a recuperar, impulsionada pela menor queda dos preços dos bens energéticos

(variação yoy%)



Projeções económicas inscritas nos OGEs mais optimistas do que as dos analistas

(taxa de crescimento real do PIB, em %)



PORTUGAL – DADOS APONTAM PARA RECUPERAÇÃO LENTA, COM MELHORIA NO MERCADO DE TRABALHO

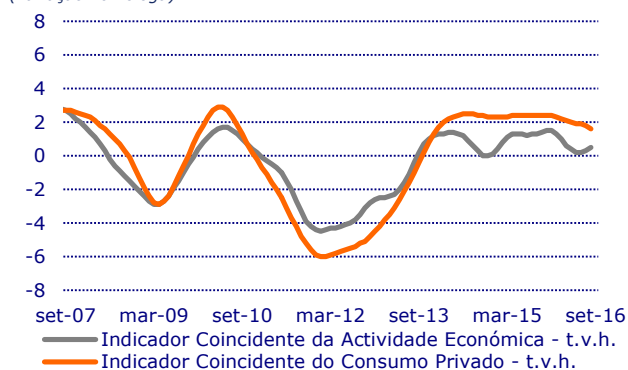
□ **Os indicadores coincidentes do Banco de Portugal continuam a apontar para uma recuperação lenta da actividade económica no terceiro trimestre.** O valor de Setembro para o indicador da actividade económica registou uma melhoria homóloga de 0.5%, uma décima acima do registado para Agosto, no terceiro mês de aceleração desde o mínimo de 0.2% em Junho. Assim, a média do 3º trimestre fixou-se nos 0.4%, ligeiramente acima dos 0.3% registados no 2º trimestre e abaixo dos 1.1% nos primeiros três meses do ano. Durante 2015, este indicador registou uma subida média de 1.3%. Em sentido contrário, o indicador coincidente para o consumo privado continua numa desaceleração ligeira, registando um aumento de 1.7%, o menor desde Janeiro de 2014 (1.8% em Agosto). No 2º trimestre, o indicador registou uma média de 1.8%, igualmente uma décima abaixo da média no 2º trimestre. A subida média em 2015 foi de 2.4%.

□ **Por outro lado, o comércio internacional tem revelado alguma melhoria, com o mês de Agosto a mostrar a maior subida homóloga das exportações de bens, nos 6.1%.** Esta subida foi influenciada tanto pelas saídas de mercadorias para a EU (+12.2%), variação recorde este ano, como pela menor quebra homóloga do ano nas exportações para fora do espaço comunitário (-7.2%). Até Agosto, as exportações de bens estão a descer 1.1%, muito devido à quebra de 42.2% nas vendas para Angola: excluindo este destino, as exportações lusas estariam a subir 0.7%. As importações estão a descer 0.9%, levando assim a uma degradação da taxa de cobertura das exportações de bens, em duas décimas, para 83.0% até Agosto, em comparação com o período homólogo. Porém as trocas de serviços, a subir 2.1% (importações a aumentar 0.5%) permitem uma melhoria na taxa de cobertura em bens e serviços, que passou de 103.1% para 103.8%.

□ **Finalmente, o desemprego continua a seguir uma tendência de melhoria:** a taxa de desemprego provisória para Setembro fixou-se nos 10.8%, menos uma décima do que o valor definitivo para Agosto. Esta descida está a surpreender, dado o modesto crescimento económico. Segundo os dados já existentes, a taxa de desemprego não corrigida de sazonalidade poderá ter ficado nos 10.6% durante o 3º trimestre do ano, o que deverá apontar para uma taxa de desemprego de 11.4% este ano, apenas duas décimas acima da última previsão do Governo.

Indicadores apontam para recuperação mais fraca do que o previsto

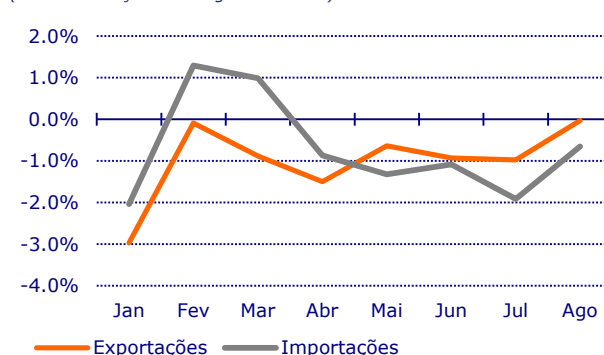
(variação homóloga)



Fonte: Banco de Portugal

Comércio internacional mostra melhoria depois de começo do ano negativo

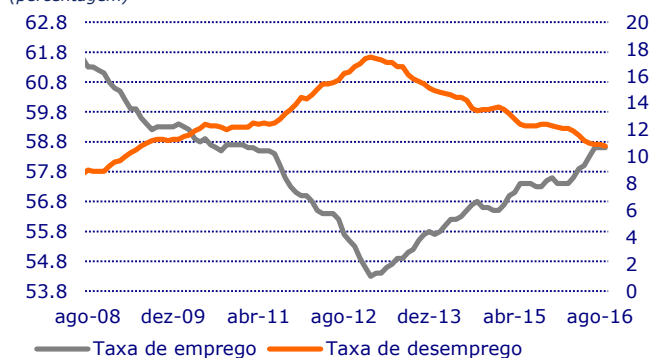
(taxa de variação homóloga acumulada)



Fonte: Banco de Portugal

Mercado de trabalho surpreende pela persistente evolução positiva

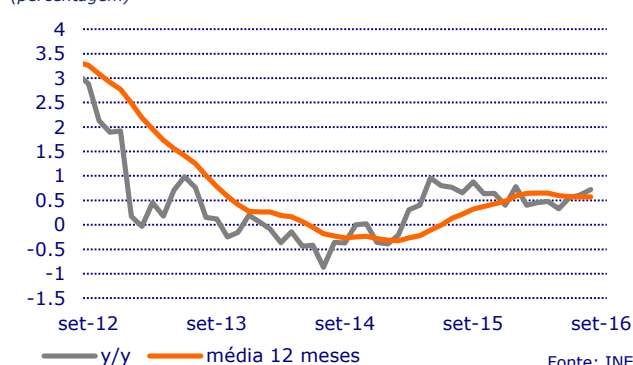
(percentagem)



Fonte: INE

A inflação continua em recuperação gradual

(percentagem)



Fonte: INE

ECONOMIAS

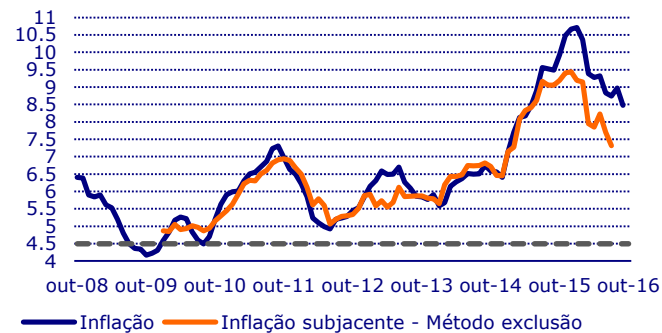
BRASIL – BANCO CENTRAL INICIA CICLO DE REDUÇÃO DE TAXAS DE JURO

□ Na reunião de Outubro, o comité de política monetária do Banco Central do Brasil decidiu reduzir a taxa Selic em 25 pontos base, colocando-a em 14.0%, reflectindo a perspectiva de uma evolução mais benigna dos preços no consumidor. Ainda que mantendo-se consideravelmente acima do objectivo do Banco Central (4.5%), é evidente um comportamento benigno do ritmo de crescimento dos preços, tendo a taxa de inflação diminuído para 8.48% em Setembro, claramente abaixo dos picos observados no final de 2015, primeiros meses de 2016. Nas actas da reunião, é referido que as perspectivas do Banco do Brasil para a sua evolução em 2017 e 2018 apontam para que a tendência de desaceleração do ritmo de crescimento dos preços se mantenha, contribuindo para a flexibilização gradual e moderada da política monetária, sugerindo que em Novembro poderá ser anunciada uma nova redução da taxa directora. Este comportamento mais benigno da inflação traduz um movimento de correcção dos preços dos bens alimentares, o que contribuiu para o recuo das expectativas inflacionistas medidas pelo inquérito realizado pelo banco central aos participantes no mercado. Os resultados deste último inquérito sugerem que a taxa de inflação poderá situar-se ligeiramente abaixo de 7% em 2016, mais precisamente 6.89%, antecipando que este movimento de desaceleração gradual se mantenha ao longo de 2017, permitindo que a inflação recue para 5.0% em 2017.

□ Embora abrindo a porta ao ciclo de redução dos custos de financiamento, as actas da reunião do BCB de Outubro foram interpretadas como cautelosas pelo mercado, na medida em que o banco central chama a atenção para a permanência de alguns factores de risco – inflação dos serviços ainda elevada e consolidação fiscal ainda em fase embrionária – que poderão limitar a diminuição gradual do ritmo de crescimento dos preços, tendo por isso, sido revistas as previsões para o corte da taxa Selic até ao final do ano para 13.75%, ie menos 50 pontos base face ao nível actual. Entretanto, a apreciação do real face ao dólar deverá contribuir para consolidar um movimento de abrandamento da taxa de inflação, na medida em que limita o crescimento dos bens importados; e votação final da alteração constitucional do limite de crescimento da despesa pública – que prevê que a partir de 2017, a despesa pública não pode crescer acima da taxa de inflação – será a 13 de Dezembro, mas já obteve aprovação nas duas votações anteriores, constituindo um factor importante o reforço da política de consolidação orçamental.

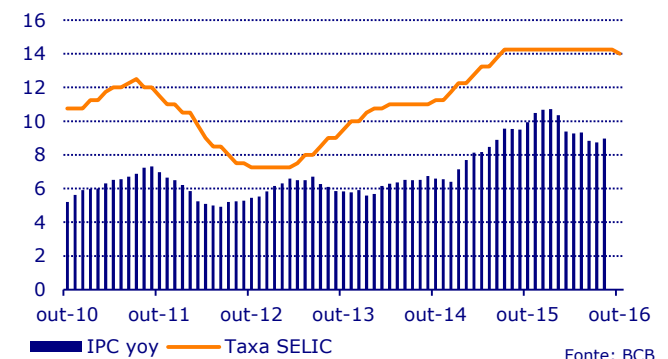
Inflação

(percentagem de variação anual)



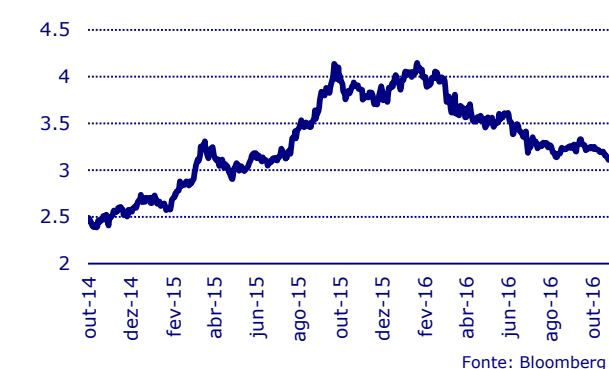
Taxa Selic e Inflação

(percentagem)



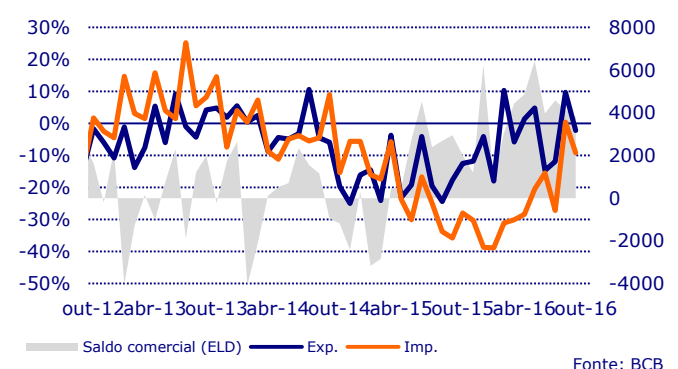
Evolução do real face ao dólar

(1USD=XBRL)



Balança comercial

(variação anual; méd-móvel 3m em milhões USD)



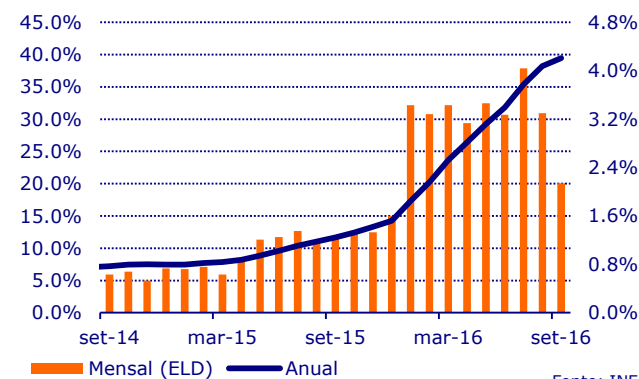
ANGOLA – OGE ESPERA CRESCIMENTO DE 2.1% EM 2017 E DÉFICE DE 5.8% DO PIB

□ Foi entregue na Assembleia Nacional, no dia 28 de Outubro, a proposta de Orçamento Geral do Estado para 2017, onde figura a previsão de 2.1% de crescimento do PIB nesse ano, uma aceleração em comparação com a previsão de 1.1% para 2016. Este desempenho económico será composto por um aumento da produção de 1.8% no sector petrolífero, e de 2.3% no sector não petrolífero. Dentro do sector não petrolífero, é esperado que o crescimento seja positivo em particular no sector energético (40.2%), da agricultura (7.3%), indústria transformadora (4%) e construção (2.3%). Em relação ao défice, as contas resultam num valor de 1145 mil milhões, 5.8% do PIB angolano. Estas previsões estão dependentes de um valor esperado do petróleo de USD 46 por barril, nos mercados internacionais, um crescimento em comparação com os USD 40.9 que serviram de premissa em 2016. Estas previsões são um pouco mais optimistas do que as do FMI, que espera estagnação este ano e um crescimento de 1.5% para o ano. Por outro lado, a Economist Intelligence Unit espera um aumento do PIB de apenas 0.6% este ano, com uma aceleração para 3.0% em 2017. **Durante o mês de Novembro, faremos uma análise mais aprofundada ao Orçamento Geral do Estado para 2017, e da trajectória seguida pelo Governo angolano em face à continuada quebra dos preços do petróleo.**

□ O Comité de Política Monetária do Banco Nacional de Angola optou por manter inalteradas as várias taxas, com a taxa de juro de referência estável nos 16%. Esta decisão tem alguma importância olhando para a avaliação feita pelo Comité, que reflecte uma tendência para a desaceleração de preços (vista no menor ritmo de crescimento da inflação mensal) e também uma perspectiva de estabilidade na taxa de câmbio. Assim, há alguma probabilidade de que o ciclo de política monetária mais restritiva se possa estar a esgotar. Ainda assim, é expectável que a política, não se restringindo mais, não tome ainda um carácter mais expansionista. **Justamente a inflação anual, medida pelo Índice de Preços do Consumidor da cidade de Luanda, manteve a trajectória ascendente que se tem registado há 20 meses consecutivos.** A taxa de inflação fixou-se em 39.4%, um aumento de 1.3 pontos percentuais (p.p.) face ao mês precedente. Contudo, a variação mensal dos preços foi de 2.14%, o que representa uma desaceleração pelo segundo mês consecutivo. A rubrica de “alimentação e bebidas não alcoólicas” continua a contribuir com a parte mais significativa para a variação mensal dos preços: 1.01 p.p.. Ainda assim, não foi a classe que verificou um aumento mais expressivo dos preços em comparação com o mês anterior, já que os preços de “lazer, recreação e cultura” foram os que mais aumentaram (5.2% mom).

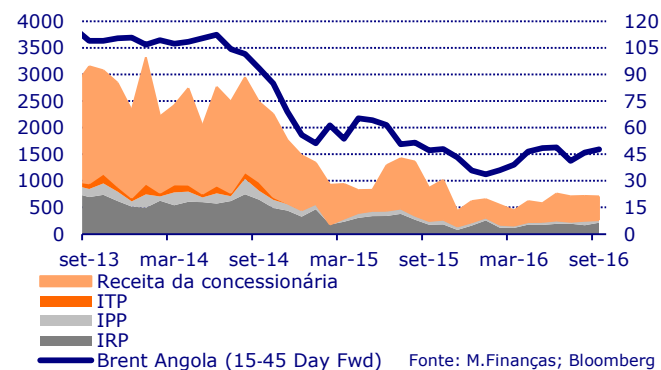
Inflação mensal continua a desacelerar

(yoy%; mom%)



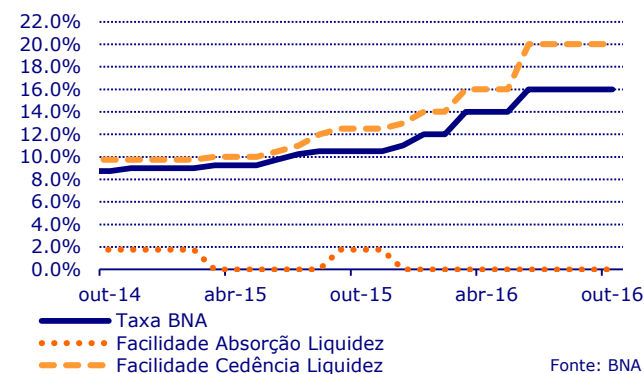
Receitas fiscais petrolíferas ainda num nível bastante baixo

(milhões de USD; USD)



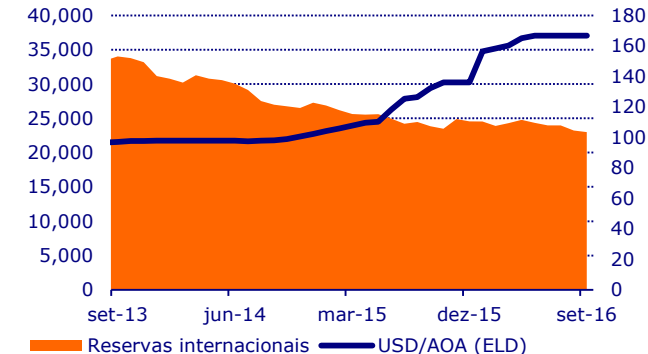
O CPM do BNA manteve as taxas de juro no final de Outubro

(porcentagem)



Reservas ainda num nível confortável, mas em descida ligeira

(milhões USD; x kwanzas por USD)



ECONOMIAS

ÁFRICA DO SUL – PREVISÃO PARA O CRESCIMENTO EM 2016 REVISTA EM BAIXA

□ **A previsão para o crescimento económico em 2016 foi revista em baixa pelo Governo.** De acordo com o documento publicado pelo Tesouro Nacional, que antecede a divulgação do Orçamento Geral do Estado em Fevereiro, o PIB deverá crescer 0.5% este ano (a previsão anterior era de 0.9%), reflexo de um conjunto de constrangimentos internos e externos. A desaceleração do comércio internacional, os baixos preços das *commodities* e a volatilidade nos mercados internacionais são apontados como os factores globais que mais afectaram a actividade económica; internamente, são apontados os constrangimentos estruturais, os reduzidos níveis de confiança dos agentes económicos, o elevado nível de desemprego, as percepções desfavoráveis quanto ao risco político e a desconfiança nas instituições públicas. O Governo espera que o consumo das famílias desacelere este ano, de 1.7% em 2015 para 0.6%, enquanto o investimento deverá registar uma contracção pela primeira vez desde 2010 (-2.9%). **A actividade económica deverá recuperar gradualmente ao longo dos próximos três anos.** Para 2017, o crescimento deverá atingir 1.3% e deverá ultrapassar 2% em 2019, beneficiando de uma recuperação dos preços das *commodities*, melhoria do consumo privado, do investimento (por via de custos de financiamento mais reduzidos e maior capacidade de utilização), mitigação dos efeitos adversos da seca e de um aumento da capacidade de geração de electricidade.

□ **Em termos orçamentais, é esperado que o défice para este ano supere o previsto no Orçamento Geral do Estado.** Assim, o défice orçamental deverá atingir 3.4% do PIB em 2016/17, superior ao previsto (3.2%). As medidas de consolidação a que o Governo se propõe para 2017/18 deverão permitir uma diminuição do défice para 3.1% e a manutenção de uma trajectória descendente no médio-prazo. Ao mesmo tempo, o Executivo espera que o nível de dívida líquida estabilize em cerca de 48% do PIB em 2019/20. Ainda assim, caso o ritmo de crescimento económico permaneça abaixo dos 2% no longo prazo, a sustentabilidade da dívida poderá estar em risco considerando os actuais níveis de despesa. O compromisso na estabilização do rácio de dívida em percentagem do PIB e a garantia de sustentabilidade das finanças públicas no médio prazo são os objectivos principais. No entanto, o Executivo reconhece a existência de riscos que podem pôr em causa este compromisso: crescimento económico menor do que o antecipado, aumento superior ao antecipado das compensações e o estado das finanças de algumas empresas detidas pelo Estado e entidades públicas.

Projeções Macroeconómicas, 2015-2019

(y/y%, salvo indicação em contrário)

	2015	2016Est.	2017P	2018P	2019P
Consumo Privado	1.7	0.6	1.3	1.9	2.3
Consumo Público	0.2	0.7	0.1	0.0	0.3
Form. Bruta de Capital Fixo	2.5	-2.9	1.1	2.6	3.1
Exportações	4.1	0.5	3.0	4.7	5.2
Importações	5.3	-2.9	2.7	4.1	4.7
Taxa de crescimento Real do PIB	1.3	0.5	1.3	2.0	2.2
PIB, preços correntes (bilhões rand)	4.0	4.3	4.6	5.0	5.4
Taxa de Inflação	4.6	6.4	6.1	5.9	5.8
B. Corrente (% PIB)	-4.3	-3.9	-3.9	-3.8	-3.8

Fonte: Tesouro Nacional (Medium-Term Budget Policy Statement 2016).

Enquadramento Fiscal (dados consolidados)

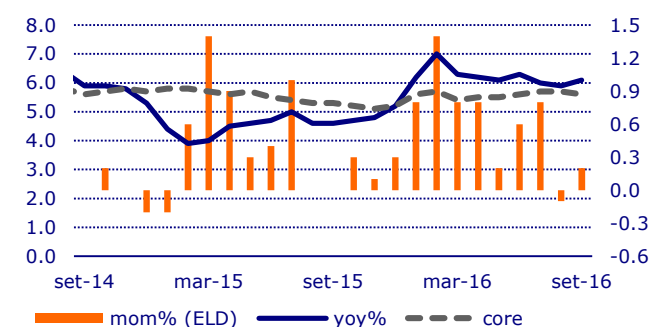
(mil milhões Rands; % PIB)

	2015/16	2016/17 Est.	2017/18 P	2018/19 P	2019/20 P
Receitas	1,220.9	1,301.0	1,416.9	1,537.9	1,670.4
	29.9%	29.7%	30.1%	30.3%	30.4%
Despesas	1,373.1	1,451.5	1,564.0	1,676.0	1,809.4
	33.6%	33.1%	33.3%	33.0%	33.0%
Saldo Orçamental	-152.2	-150.5	-147.1	-138.2	-139.0
	-3.7%	-3.4%	-3.1%	-2.7%	-2.5%
Total da dívida púb. (líq.)	1,804.6	2,004.4	2,209.2	2,417.1	2,632.4
	44.2%	45.8%	47.0%	47.6%	47.9%

Fonte: Tesouro Nacional (Medium-Term Budget Policy Statement 2016).

Taxa de Inflação volta a aumentar em Setembro, face ao aumento na rubrica dos transportes

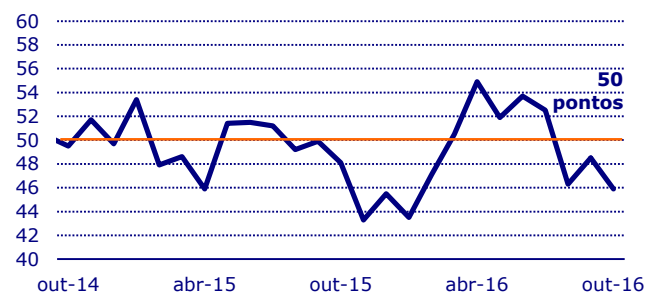
(yoy%; mom%)



Fonte: Bloomberg

PMI abaixo da marca dos 50 pontos* pelo terceiro mês consecutivo

(pontos)



Fonte: Bloomberg

Nota: (*) A marca dos 50 pontos separa expansão (acima dos 50) de contracção económica (abaixo dos 50).

, MERCADO CAMBIAL

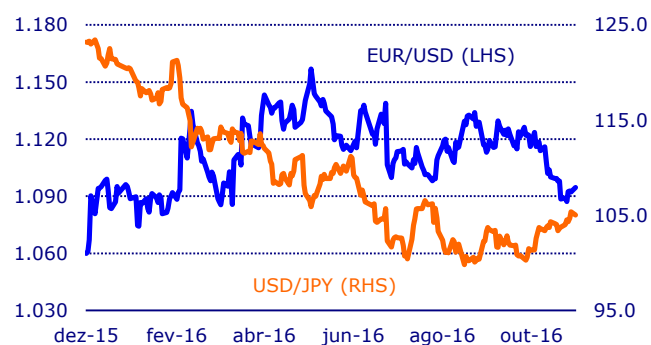
MERCADOS

CÂMBIOS DEPENDENTES DAS REUNIÕES DOS BANCOS CENTRAIS E DAS ELEIÇÕES PRESIDENCIAIS NOS EUA

- Com eleições presidenciais nos EUA a 8 de Novembro, reunião do BCE a 8 de Dezembro e FOMC a 13-14 de Dezembro, prevê-se que possa surgir volatilidade superior ao habitual nos principais câmbios, nomeadamente naqueles que englobem o dólar e o euro. Existem incertezas e riscos que podem gerar uma aparente estabilidade em véspera destes acontecimentos (investidores inactivos), mas as notícias a surgir podem na verdade criar alguma turbulência posterior.
- No que respeita ao escrutínio que escolherá o próximo presidente norte-americano, as sondagens estão a mostrar grande proximidade entre Hillary Clinton e Donald Trump. Este facto está a aumentar o grau de incerteza, que já era elevado. Provavelmente, uma vitória de Trump seria prejudicial aos mercados financeiros e, paralelamente, o USD perderia valor. Dada a importância das eleições ao nível económico e financeiro, a Fed deixou para a última reunião do ano a possibilidade de alterar a sua política monetária.
- De facto, em Dezembro, o comité monetário da Fed terá de ponderar toda a envolvente económica-financeira-política e, passado um ano, possivelmente retomar o processo de normalização das taxas de juro. As expectativas são elevadas, concretamente suportadas nos dados económicos que mostram um crescimento acima das expectativas (2.9% no 3ºT, anual), um mercado de trabalho pujante (a criar em média perto de 200 mil empregos/mês e uma taxa de desemprego em 4.9%), uma inflação (1.5% em Setembro, anual) nos valores máximos dos últimos dois anos, enquanto o índice do dólar face às moedas rivais se encontra nos níveis mais altos ao longo dos últimos três anos (facto que não acontecia desde 2003).
- Quanto ao BCE, o mais provável é prolongar as actuais condições monetárias, embora possa ficar mais clarificado o *timing* do *tapering*.
- Nestas condições, o EUR/USD tem vindo a cair mas corrigiu com a subida de Trump nas sondagens. Recentemente chegou a 1.0848, tendo iniciado o mês de Outubro acima de 1.12. Presentemente encontra-se acima de 1.10. É muito provável que durante algum tempo a referência permaneça à volta de 1.08/1.10, podendo ir até 1.05 com a subida dos juros. No caso do USD/JPY, encontra-se nos 105 ienes por dólar, quando no início de Outubro se encontrava nos 100. Para além da apreciação do dólar é provável que o BoJ tenha ajudado o movimento com intervenções. Assim, prevê-se que até final do ano o USD/JPY possa testar o ponto de resistência 107.47 (alcançado em Julho).
- Brexit, em preparação (embora não tenha sido ainda accionado o artigo 50 do Tratado de Lisboa), deverá manter a libra debilitada. Com o avançar do processo, assim como o nível de dificuldade nas negociações com a UE, estamos a equacionar que o EUR/GBP possa evoluir para 0.95 ou mesmo 0.98 (valor alcançado no final de 2008).

EUR/USD testa pontos de suporte e cai; USD/JPY recupera da tendência de queda com ajuda do BoJ

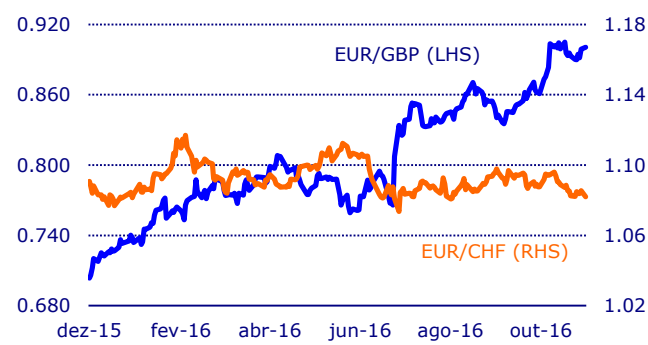
(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

EUR/GBP mantém-se em máximos dos últimos anos; EUR/CHF mostra pressão de queda (apesar bc suíço)

(x libras por EUR; x francos suíços por EUR)



Fonte: Reuters, BPI

EUR/USD e EUR/CHF em quase equilíbrio; JPY sobrevalorizado; GBP fortemente subavaliada

31.Out.16

	PPC	SPOT	% SOBRE (+) OU SUB (-) VALORIZAÇÃO DO EUR
EUR/USD	1.1127	1.0946	-1.62%
EUR/JPY	131.56	114.97	-12.61%
EUR/GBP	0.7189	0.9005	25.26%
EUR/CHF	1.0900	1.0820	-0.73%

Fonte: BPI.

Cotações a Prazo

31.Out.16

Moedas	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR/USD	1.0979	1.1027	1.1126
EUR/JPY	115.06	115.10	115.19
EUR/GBP	0.9021	0.9040	0.9085
EUR/CHF	1.0829	1.0797	1.0775

Fonte: BPI.

MERCADOS

MERCADO CAMBIAL (MOEDAS EMERGENTES)

CAPITAIS REGRESSAM ÀS ECONOMIAS EMERGENTES

□ **Existe um regresso gradual de capitais externos às economias emergentes (entre as saídas e as entradas o saldo é positivo, confirmando um melhor cenário comparativamente a 2015), tendo aumentado a procura de activos – tanto acções como obrigações – o que tem levado a movimentos de apreciação das respectivas moedas.** Segundo as estimativas do Institute of International Finance (IIF), o total de entrada de capitais deverá se ter situado nos \$148 mil milhões no 3ºT2016, ligeiramente abaixo dos \$185 mil milhões registados no 2ºT2016. Contudo, no total acumulado de Janeiro a Setembro chegou-se a \$386 mil milhões, que compara com os \$266 mil milhões alcançados no mesmo período do ano passado. Com os bancos centrais dos principais blocos económicos a manterem as taxas de juro baixas durante um período longo, a procura de activos de maior risco ressurgiu, embora a taxa fixa se mantenha favorecida e capte grande parte do interesse dos investidores. Para o 4ºT2016, o cenário poderá vir a ser menos favorável já que existe a perspectiva da Fed vir a subir as suas taxas de juro de referência. De facto, em Outubro, verificou-se uma inversão na tendência de entrada de capitais face a Setembro.

□ **Por países (ver tabela) é visível a melhoria da situação comparativamente a 2015.** A Índia e o Brasil registaram uma forte recuperação no 3ºT, beneficiando de situações internas mais estáveis em termos políticos e económicos. Contudo, em termos acumulados, o valor de 2016 deverá ficar aquém do alcançado em 2015. Nos restantes países, será certo que o valor total de 2016 será significativamente melhor do que o de 2015. Na China, é visível uma tendência de estabilização, esperando-se que o valor total de saída de capitais em 2016 seja metade do verificado em 2015. De uma perspectiva de forte abrandamento económico, assiste-se presentemente a uma estabilização e mesmo recuperação da actividade económica, com a moeda a ajudar através de uma tendência de gradual depreciação contra o dólar (ainda assim, existe o risco de perda de confiança na evolução da economia chinesa).

□ **Embora exista o risco de que um aumento das taxas de juro nos EUA leve à apreciação do dólar face às moedas dos emergentes, num cenário que poderá ser de relativa turbulência, acredita-se que este facto já está incorporado.** É igualmente importante que os preços das matérias-primas ganhem suporte e contribuam para uma melhor saúde financeira dos países produtores, voltando a atrair capitais. Rand da África do Sul, real do Brasil e rublo da Rússia, por exemplo, têm vindo a verificar movimentos de apreciação.

Fluxos financeiros líquidos

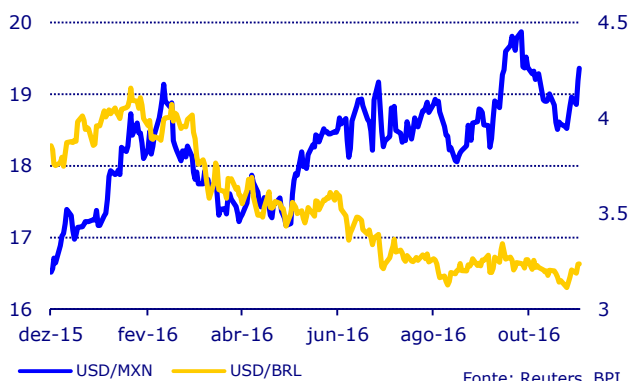
mil milhões USD

	Brasil	Chile	China	Índia	Indoné.	México	Polónia	Rússia	Áfr. Sul	Turquia
1ºT2016	3.5	-0.4	-162.5	3.6	4.5	8.0	1.2	-9.6	3.8	9.9
2ºT2016	6.9	0.9	-98.6	7.1	6.8	6.5	9.5	2.8	1.2	17.6
3ºT2016	11.3	2.1	-112.4	15.5	9.7	6.0	3.6	9.1	3.9	4.5
Julho	8.8	0.5	-38.3	5.8	2.9	2.4	-0.1	0.5	0.3	0.9
Agosto	1.8	0.7	-32.7	2.4	4.0	1.8	2.0	5.1	1.2	5.5
Setembro	0.7	0.9	-41.4	7.3	2.8	1.8	1.7	3.5	2.4	-1.9
Acum. '16	21.7	2.6	-373.5	26.2	21.0	20.5	14.3	2.3	8.9	32.0
2015	60.0	4.4	-673.9	67.1	16.6	17.0	-8.2	-67.3	12.8	20.4

Fonte: IIF

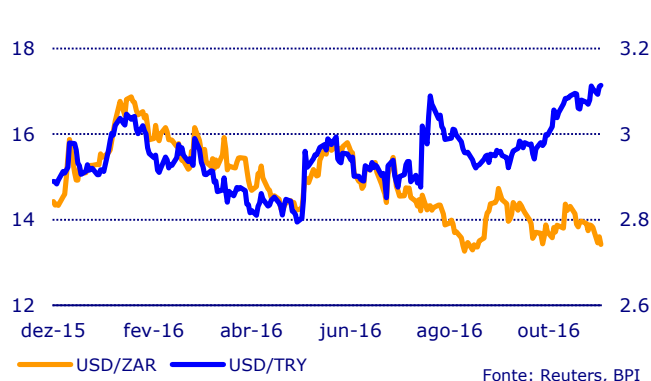
Real do Brasil (BRL) confirma apreciação; peso mexicano (MXN) mais volátil e frágil

(x pesos por USD; x reais por USD)



Lira turca (TRY) em movimento de depreciação; rand da África do Sul (ZAR) mais forte

(x rands por USD; x liras turcas por USD)

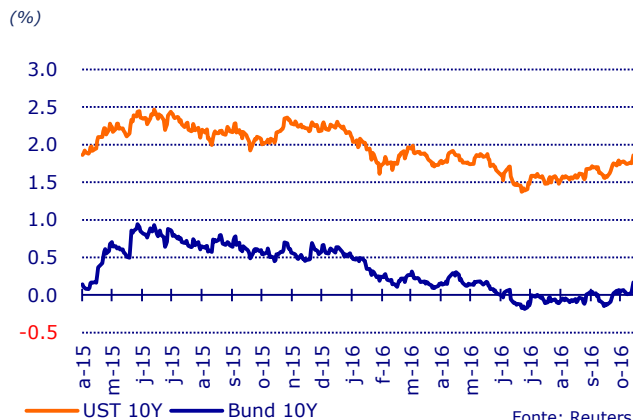
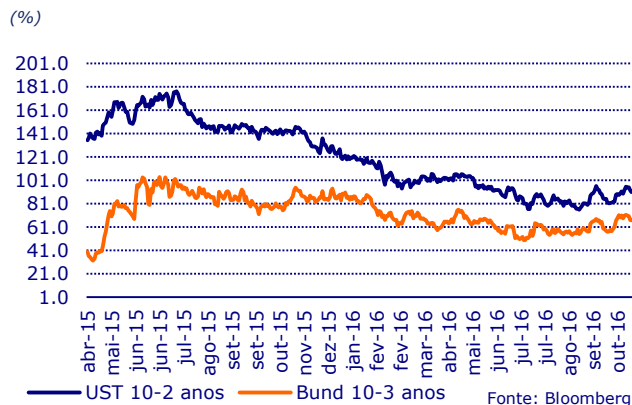


, MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

MERCADOS

YIELDS SOBEM, MAS PERSPECTIVAS CONTINUAM CONTIDAS

▫ **Mercados desenvolvidos:** Outubro ficou marcado por um movimento de subida das taxas de rentabilidade dos principais títulos de taxa fixa. Este movimento foi especialmente impressionante no Bund alemão, que encerrou o mês próximo de 0.2%. Mais precisamente, o intervalo em que este título transaccionou situou-se entre -0.102% e +0.175%. Da mesma forma, o *benchmark* norte-americano – UST a 10 anos – transaccionou entre 1.619% e 1.871%. A perspectiva de redução dos estímulos monetários – nos EUA através do aumento da taxa juro directora e na zona euro pelo facto de os investidores incorporarem nas suas expectativas alguma probabilidade quanto à hipótese de o BCE poder iniciar em 2017 a redução dos montantes de compras de títulos de longo prazo – foi o principal factor impulsionador do movimento de subida das *yields*. Com efeito, **na zona euro a reavaliação do equilíbrio entre oferta e procura de títulos de taxa fixa, traduziu-se em perspectivas de menor procura destes títulos**, contribuindo para a redução dos preços. Pese embora este movimento no mercado de dívida soberana, parece-nos importante salientar dois aspectos a ter presente na realização de investimentos neste mercado. O primeiro relaciona-se com **a existência de factores de risco associados ao calendário político europeu e norte-americano que poderão originar movimentos de fuga para a qualidade**, traduzindo-se na inversão (total ou parcial) do movimento observado no último mês. Outro factor prende-se com **os sinais ainda frágeis no que concerne à evolução do crescimento nas economias desenvolvidas e ao comportamento dos preços**. Neste último aspecto será importante ter presente que os indicadores de mercado que avaliam as expectativas inflacionistas continuam a apontar para que a inflação permaneça em níveis reduzidos no médio prazo, sobretudo na zona euro, onde o mercado continua a considerar que a inflação manter-se-á abaixo de 1.5% no médio prazo. Adicionalmente, na zona euro, o nosso cenário central é que o BCE possa estender o programa de compras mensais de 80 mil milhões de euros até Setembro de 2017, contribuindo para a manutenção dos preços da dívida pública em níveis elevados. Neste contexto, consideramos que o movimento de subida das *yields* da dívida soberana continuará relativamente limitado, sobretudo na zona euro, mas também nos EUA onde a Reserva Federal tenderá a prosseguir de forma muito gradual com a política de normalização do nível das taxas de juro iniciado em Dezembro de 2015.

Mercado de Dívida Pública: Taxas nominais invertem tendência**Curvas de rendimentos pouco inclinadas**

▫ **Mercados periféricos:** Salienta-se o movimento de correcção do prémio de risco exigido à dívida soberana portuguesa, em grande parte associado à confirmação ao resultado da reavaliação do risco por parte da agência de *rating* DBRS (BBB- com perspectivas estáveis). Pese embora este movimento, atribuímos alguma probabilidade a que os custos de financiamento de Portugal continuem sobre pressão, tendo em conta que as estimativas para o montante de dívida pública elegível disponível para participar no programa de compra de activos pelo BCE apontam para a possível redução das compras por parte da autoridade monetária. Na sequência da confirmação da classificação do risco de Portugal pela DBRS, o tesouro realizou um leilão de OT a cinco anos, colocando no mercado 1 milhão de euros, ou seja, o limite superior do montante indicativo. A procura superou em 1.93 vezes a oferta, o que compara com 2.15 vezes observada no leilão de Agosto para uma emissão equivalente. Mas a *yield* deste leilão situou-se em 1.751%, melhor do que a obtida no leilão de Agosto.

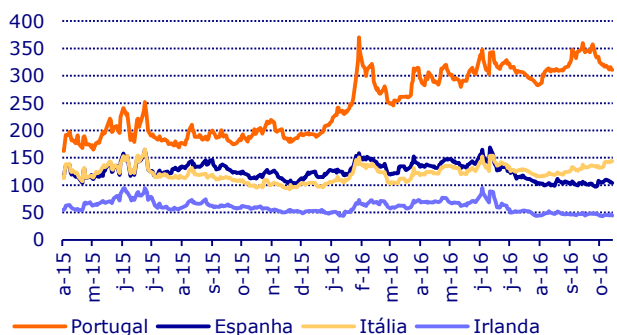
MERCADOS

MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

YIELDS SOBEM, MAS PERSPECTIVAS CONTINUAM CONTIDAS (cont.)

UEM: Spreads mercados periféricos reflectem percepção do risco país

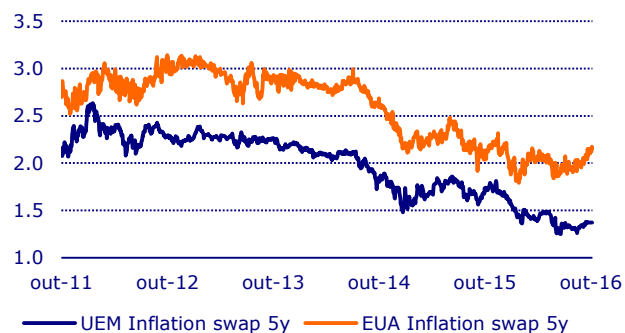
(Spread face ao Bund alemão 10 anos (p.b.))



Fonte: Reuters, calc. BPI

Expectativas inflacionistas melhoram mas continuam baixas

(%)



Fonte: Reuters, calc. BPI

MERCADOS ACCIONISTAS

MERCADOS

POLÍTICA MONETÁRIA E ELEIÇÕES NOS EUA SÃO OS FACTORES DE MERCADO

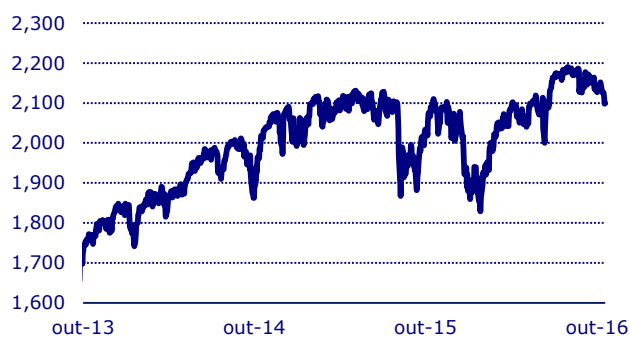
▣ **Os mercados accionistas norte-americanos continuam dependentes dos desenvolvimentos de política monetária nos EUA.** De facto, após a última reunião de política monetária da Reserva Federal, resultaram fortes convicções de que a instituição possa proceder com um novo aumento de taxas de juro na reunião de Dezembro. Os índices accionistas ressentiram-se desta possibilidade e registaram quedas.

▣ **Ao mesmo tempo, outro factor com um papel preponderante no desempenho do mercado accionista prende-se com as intenções de voto a favor do candidato Republicano Trump nas próximas eleições presidenciais.** Caso ganhe as eleições, é possível que se assista a uma correcção do mercado accionista, tal como aconteceu após a surpresa nas eleições de 1948, onde o mercado accionista caiu 10% nas duas semanas que se seguiram, de acordo com a Capital Economics. No entanto, acreditamos que caso este cenário se concretize, os efeitos não deverão prolongar-se ao longo do tempo; antecipa-se uma reacção semelhante ao que aconteceu no período pós-referendo britânico sobre a saída do Reino Unido da União Europeia. Duas razões podem ser mencionadas para esta explicação: (i) a possibilidade de que o dólar norte-americano perca valor poderá impulsionar as acções das empresas exportadoras; (ii) há ainda a hipótese de as alterações significativas e radicais que o candidato propõe possam não ser tão significativas como se espera. É ainda mencionada a possibilidade de a Fed adiar a subida das taxas de juro na reunião de Dezembro caso Trump vença as eleições e o mercado accionista registe um desempenho desfavorável; neste caso, esta decisão daria suporte ao mercado e evitaria quedas ainda mais expressivas do que aquelas que são antecipadas. Adicionalmente, de uma forma mais genérica, a vitória do candidato Republicano poderá pesar no sentimento dos investidores e levar a uma fuga para activos de refúgio em detrimento dos activos mais arriscados, como as acções.

▣ **As acções do índice brasileiro têm registado um comportamento mais favorável do que as acções do conjunto dos emergentes.** A bolsa brasileira tem beneficiado de um conjunto de factores: (i) recuperação geral das acções dos emergentes; (ii) recuperação dos preços das *commodities*; (iii) notícias mais positivas da China; (iv) ambiente económico no país parece não ser tão adverso quanto se antecipava; (v) esforços na aplicação de reformas fiscais; (vi) diminuição das taxas de juro por parte do banco central brasileiro.

S&P 500 tem estado sob pressão nas últimas sessões

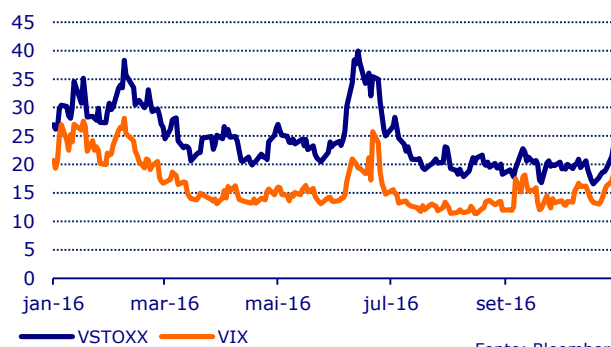
(pontos)



Fonte: Bloomberg

Volatilidade tem vindo a aumentar desde meados de Outubro

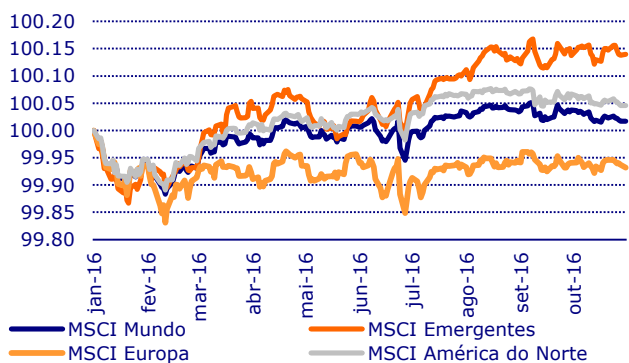
(índice)



Fonte: Bloomberg

Mercados Emergentes continuam a superar os restantes índices accionistas mundiais

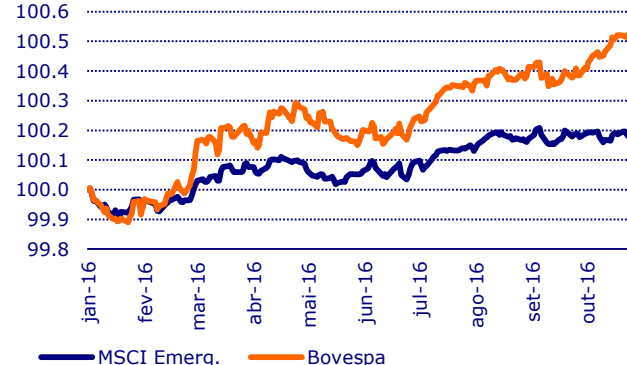
(base 100=Jan.2016)



Fonte: Bloomberg; calc. BPI

Acções brasileiras têm registado um desempenho mais positivo que o grupo dos Emergentes

(base 100=Janeiro 2016)



Fonte: Bloomberg; calc. BPI

Economias Desenvolvidas

	Taxa de Inflação			Saldo orçamental/PIB			Dívida pública/PIB			Necessidades Financ/PIB			Desemprego			Crescimento PIB		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
E.U.A.	1.2	2.1	2.0	-3.7	-3.6	-4.0	100.3	100.3	108.0	-2.7	-2.5	-2.9	4.9	4.7	1.7	2.1	1.9	2.2
Japão	0.0	1.0	0.7	-4.8	-4.4	-5.0	239.4	241.7	253.0	3.4	3.5	2.7	3.3	3.1	0.6	0.6	0.5	0.4
UE	0.3	1.5	-	-2.1	-1.8	-	86.4	85.5	-	2.2	2.1	-	8.9	8.5	1.8	1.9	-	1.9
UEM	0.2	1.2	1.4	-1.9	-1.6	-1.6	91.3	89.5	88.7	3.3	3.1	2.9	10.2	9.8	1.6	1.3	1.6	1.5
Alemanha	0.4	1.5	1.7	0.3	0.3	0.4	67.9	64.4	63.6	8.6	8.0	7.6	5.0	5.1	1.7	1.3	1.6	1.5
França	0.3	1.1	1.3	-3.3	-2.8	-2.9	97.2	96.6	98.9	-0.4	-0.4	-0.4	10.0	9.8	1.4	1.2	1.6	1.4
Itália	0.1	1.0	1.1	-2.4	-2.0	-1.9	132.6	130.9	132.1	2.4	2.1	2.0	11.4	11.1	0.9	0.7	0.9	1.1
Espanha	-0.4	1.2	1.3	-4.0	-3.3	-2.8	100.1	100.1	99.2	1.4	1.2	1.6	19.9	18.6	2.8	2.0	1.9	2.2
Holanda	0.2	1.0	1.4	-1.6	-1.4	-1.3	65.2	64.1	63.4	8.9	8.5	7.9	6.6	6.4	1.6	1.5	1.8	1.8
Bélgica	1.6	1.7	1.7	-2.6	-2.2	-1.4	106.2	105.3	102.9	1.1	1.4	1.9	8.2	8.0	1.3	1.3	1.7	1.5
Áustria	1.1	1.7	1.8	-1.6	-1.3	-1.2	85.6	83.8	82.6	2.7	2.7	2.3	6.0	6.1	1.4	1.4	1.4	1.5
Finlândia	0.2	1.1	1.8	-2.4	-2.3	-1.8	64.5	66.8	64.4	-0.1	-0.1	0.3	9.4	9.3	0.7	1.0	1.4	1.0
Grécia	-0.1	0.6	1.0	-2.6	-2.1	-2.2	178.0	179.1	179.5	-0.3	0.0	0.5	24.3	23.5	-0.5	1.6	1.3	1.3
Irlanda	0.5	1.7	1.3	-1.1	-0.5	0.0	89.1	83.5	78.0	6.0	5.7	7.6	8.3	7.5	4.7	3.3	3.1	3.8
Reino Unido	0.7	2.1	3.5	-3.5	-3.4	-3.1	89.3	89.8	90.0	-5.3	-4.4	-3.2	5.1	5.2	1.7	1.0	1.3	1.9
Suécia	1.0	1.5	2.3	-0.5	-0.5	0.5	41.3	40.2	38.0	5.8	5.6	3.1	6.9	6.9	3.4	2.6	2.2	2.6
Dinamarca	0.5	1.4	1.1	-2.2	-2.0	-1.9	40.7	41.8	46.0	6.9	6.8	7.6	6.0	5.9	1.1	1.7	0.8	1.6
Luxemburgo	0.1	1.5	1.7	1.1	0.3	0.3	22.3	23.3	22.9	4.9	5.3	5.1	6.4	6.3	3.5	3.7	0.3	3.7
Suíça	-0.5	0.3	0.3	-0.2	-0.1	-0.3	39.9	38.9	42.0	9.9	9.4	7.7	3.8	3.7	1.3	1.5	1.6	1.4
Portugal	0.6	1.2	1.4	-2.8	-2.5	-1.9	128.1	127.5	124.0	1.2	1.1	1.3	11.7	11.1	1.1	1.2	1.6	1.5

Fontes: média simples de previsões mais recentes da OCDE, UE, FMI, BdP, Economist e outras instituições.
Nota: O uso de médias de várias previsões pode gerar valores incongruentes entre si.

Mercados Emergentes

	Taxa de inflação			Crescimento PIB			Taxa de Desemprego			Dívida pública / PIB			Saldo Orçamental/ PIB			BTC/PIB			Dívida Externa/PIB		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Brasil	8.8	5.4	4.7	-3.3	1.0	2.0	11.4	12.0	11.1	78.3	82.4	85.2	-9.2	-8.8	-	-1.0	-1.2	-1.5	41.4	41.5	-
México	2.8	3.4	3.3	2.1	2.3	2.7	4.2	4.1	-	56.0	56.1	55.8	-3.0	-2.5	-2.5	-3.1	-2.9	-2.5	46.4	46.2	-
Argentina	40.3	23.8	15.7	-1.5	3.2	3.5	9.0	8.0	-	51.8	50.7	51.2	-5.3	-5.1	-4.5	-2.7	-2.7	-2.5	38.1	36.7	-
Chile	3.9	3.1	3.2	1.6	2.1	2.6	6.8	7.2	-	20.4	23.3	25.0	-2.9	-2.8	-	-1.8	-1.9	-2.1	65.2	65.5	-
R. Checa	0.6	1.8	2.0	2.4	2.5	2.6	5.6	5.3	5.2	39.8	38.8	37.8	-0.7	-0.8	-0.6	1.2	0.7	0.8	71.2	71.2	71.7
Polónia	-0.6	1.3	1.8	3.1	3.3	3.4	9.0	8.0	7.7	52.4	53.2	53.5	-2.6	-3.0	-3.0	-0.5	-1.0	-1.5	72.2	69.5	-
Hungria	0.5	2.0	2.3	2.1	2.5	2.7	5.6	5.5	5.0	75.3	75.1	74.1	-2.0	-2.5	-2.4	4.6	3.7	3.2	96.9	88.3	86.4
Rússia	7.1	5.5	5.0	-0.6	1.2	1.5	5.7	5.7	5.8	17.1	17.9	18.6	-3.7	-2.7	-2.3	2.8	3.2	3.0	39.2	37.0	34.2
China	2.0	2.0	2.2	6.7	6.4	6.0	4.1	4.2	4.1	46.3	49.9	52.6	-3.1	-3.5	-3.5	2.5	2.5	2.5	4.5	3.8	-

Fontes: média simples de previsões mais recentes da OCDE, UE, FMI, BdP, Economist e outras instituições.
Nota: O uso de médias de várias previsões pode gerar valores incongruentes entre si.

Previsões Económicas BPI - EUA&UEM

	PIB			Taxa de Inflação*		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
EUA	1.6%	2.2%	2.5%	1.5%	2.0%	2.0%
Zona Euro	1.6%	1.7%	1.8%	0.3%	0.8%	1.5%

Fonte: Eurostat, Reuters, previsões do Banco BPI.
Nota: * Taxa de Variação Média; IPCH para a Zona Euro.
Indica-se a laranja, as alterações recentes.

Previsões Económicas BPI - Portugal

	2016	2017	2018
Consumo privado	1.8	1.3	1.8
Consumo público	0.9	0.7	0.4
Formação Bruta de Capital	-0.5	2.4	3.3
Exportações	2.6	2.1	2.5
Importações	3.0	2.1	2.7
PIB	1.1	1.3	1.7
Défice Orçamental (PDE)	2.7	2.4	2.2
Taxa de inflação média	0.7	1.2	1.5
Taxa média de desemprego	11.4	11.0	10.7

Nota: em 2017, considera medidas incluídas no OE 2017, ponderadas pelo risco de execução.

PREVISÕES

Taxas de Câmbio

03.Nov.16

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
EUR/USD	1.09	1.09	1.09	1.09	1.10
EUR/USD (Prev. BPI)	-	1.06	1.08	1.10	1.12
USD/JPY	105.26	104.00	103.00	104.50	106.00
USD/JPY (Prev. BPI)	-	104.00	105.00	108.00	110.00
EUR/JPY	115.16	113.00	112.00	112.00	116.00
EUR/JPY (Prev. BPI)	-	110.24	113.40	118.80	123.20
EUR/GBP	0.90	0.88	0.89	0.89	0.88
EUR/GBP (Prev. BPI)	-	0.95	0.95	0.98	0.98
EUR/CHF	1.09	1.09	1.09	1.10	1.11
EUR/CHF (Prev. BPI)	-	1.08	1.08	1.09	1.10

Fonte: BPI, várias instituições de research.

Nota: projecções do BPI em confronto com média de previsões de outras instituições financeiras.

Taxas de Juro

03.Nov.16

	Taxas de Juro					Spreads equivalentes face às taxas americanas				
	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano	Spread actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de juro 3 M										
EUR	-0.31%	-0.31%	-0.32%	-0.31%	-0.29%	-120	-125	-134	-145	-166
EUR (Prev. BPI)	-	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.26%		-120	-130	-145	-151
USD	0.89%	0.94%	1.02%	1.14%	1.37%	-	-	-	-	-
USD (Prev. BPI)	-	0.90%	1.00%	1.15%	1.25%		-	-	-	-
JPY	-0.02%	-0.03%	-0.06%	-0.06%	-0.06%	-90	-97	-108	-120	-143
JPY (Prev. BPI)	-	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%		-92	-102	-117	-127
GBP	0.40%	0.27%	0.23%	0.22%	0.23%	-48	-67	-79	-92	-114
GBP (Prev. BPI)	-	0.25%	0.20%	0.20%	0.20%		-65	-80	-95	-105
CHF	-0.73%	-0.78%	-0.78%	-0.78%	-0.77%	-162	-172	-180	-192	-214
CHF (Prev. BPI)	-	-0.75%	-0.75%	-0.75%	-0.75%		-165	-175	-190	-200
Taxas de juro 10 A										
POR	3.35%	3.35%	3.58%	3.60%	3.80%	150	162	176	167	169
POR (Prev. BPI)	-	3.35%	3.58%	3.60%	3.80%		145	158	145	155
ALE	0.17%	0.13%	0.13%	0.17%	0.35%	-168	-160	-169	-176	-176
ALE (Prev. BPI)	-	0.15%	0.18%	0.20%	0.40%		-175	-182	-195	-185
EUA	1.85%	1.73%	1.82%	1.93%	2.11%	-	-	-	-	-
EUA (Prev. BPI)	-	1.90%	2.00%	2.15%	2.25%		-	-	-	-
JAP	-0.04%	-0.04%	-0.06%	-0.06%	-0.04%	-189	-177	-188	-199	-215
AP (Prev. BPI)	-	-0.09%	-0.10%	-0.08%	-0.05%		-199	-210	-223	-230
RU	1.26%	0.98%	1.03%	1.07%	1.15%	-59	-75	-79	-86	-96
RU (Prev. BPI)	-	1.00%	1.00%	1.00%	1.10%		-90	-100	-115	-115
SUI	-0.40%	-0.45%	-0.38%	-0.31%	-0.14%	-186	-218	-220	-224	-225
SUI (prev. BPI)	-	-0.40%	-0.40%	-0.30%	-0.15%		-191	-201	-215	-220

Fonte: BPI, várias instituições de research.

Nota: projecções do BPI em confronto com média de previsões de outras instituições financeiras.

Taxas Directoras dos Principais Bancos Centrais

	Taxa de referência	Nível em 31-Dez-14	Nível actual 03-Nov-16	Data da última alteração	Data do anúncio da próxima decisão	Previsão BPI
Bancos Centrais G-7						
Reserva Federal dos EUA 1*	<i>Fed Funds Rate</i>	0.25%-0.5%	0.25%-0.5%	16-Dez-15 (+25/+25 pb)	14-dez-16	+25 p.b.
Banco Central Europeu 2*	<i>Minimum Bid Refi Rate</i>	0.05%	0.00%	10-Mar-16 (-5 pb)	08-dez-16	Sem alteração
Banco do Japão 3*	<i>Balance Rate</i>	0.10%	-0.10%	29-Jan-16 (-10 pb)	20-dez-16	-
Banco do Canadá	<i>O/N Lending Rate</i>	0.50%	0.50%	15-Jul-15 (-25 pb)	07-dez-16	-
Banco de Inglaterra	<i>Repo Rate</i>	0.50%	0.25%	4-Ago-16 (-25 pb)	15-dez-16	Sem alteração
Outros Bancos Centrais						
Banco Nacional da Suíça	<i>Libor 3M do CHF</i>	-0.0075	-0.75%	15-Jan-2015 (-50 p.b)	15-dez-16	Sem alteração
Riksbank (Suécia)	<i>Repo Rate</i>	-0.35%	-0.50%	17-Fev-16 (-15 bp)	21-dez-16	-
Norges Bank (Noruega)	<i>Key Policy Rate</i>	0.75%	0.50%	17-Mar-16 (+25 pb)	15-dez-16	-
Banco Nacional da Dinamarca	<i>Lending Rate</i>	0.05%	0.05%	20-Jan-15 (-15 pb)	-	-
Reserve Bank (Austrália)	<i>Cash Rate</i>	2.00%	1.50%	2-Ago-16 (-25 pb)	06-dez-16	-
América Latina						
BACEN (Brasil)	<i>Selic</i>	14.25%	14.00%	19-Out-16 (-25 bp)	30-nov-16	-
BANXICO (México)	<i>O/N Interbank Funding Rate</i>	3.25%	4.75%	29-Set-16 (+50 pb)	17-nov-16	-
Europa de Leste						
NBP (Polónia)	Taxa de intervenção - 14 dias	1.50%	1.50%	04-Mar-15 (-50 pb)	09-nov-16	-
NBH (Hungria)	<i>Repo Rate</i> - 2 semanas	1.35%	0.90%	25-Mai-16 (-15pb)	22-nov-16	-
CNB (República Checa)	<i>Repo Rate</i> - 2 semanas	0.05%	0.05%	2-Nov-12 (-20 pb)	22-dez-16	-

Fonte: Bloomberg.

Notas: 1*Normalmente as alterações de taxas são anunciadas nas datas dos FOMC. No entanto poderão ser criadas reuniões intermédias, e as taxas poderão ser alteradas em qualquer altura.

2*De acordo com o BCE, apenas a 1ª reunião de cada mês serve para anunciar alterações na sua política monetária. No entanto, existe a possibilidade de poder alterar essa mesma política em qualquer altura.

3*A partir de Abril de 2013, o Banco do Japão passou a adoptar como principal instrumento de política monetária o controlo da base monetária em vez da taxa de juro. A taxa actual apresentada refere-se à taxa efectiva.

4*Sem datas pré-marcadas, podendo ser alterada em qualquer altura.

PREVISÕES

Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes

03.Nov.16

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de câmbio					
USD/BRL	3.24	3.25	3.32	3.34	3.40
USD/MXN	19.18	18.68	18.57	18.50	18.30
USD/ARS	15.11	15.75	16.25	16.75	17.60
EUR/CZK	27.02	27.00	27.00	27.00	26.50
EUR/PLN	4.32	4.30	4.30	4.29	4.25
EUR/HUF	307.10	310.50	310.00	308.00	308.00
USD/RUB	63.78	64.50	63.37	63.56	62.50
USD/CNY	6.77	6.79	6.82	6.85	6.85

Fonte: Média de previsões de várias instituições de research.

Legenda: BRL - Real do Brasil
 PLN - Zloty da Polónia
 MXN - Peso Mexicano
 HUF - Forint da Hungria

ARS - Peso Argentino
 RUB - Rublo da Rússia
 CZK - Coroa Checa
 CNY - Renminbi/Yuan da China

Taxas de Juro e Spreads dos Mercados Emergentes

06.Out.16

	Taxas de juro					Spreads equivalentes face às taxas americanas 2)				
	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano	Spread actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de juro de curto-prazo										
BRL	14.00%	13.65%	12.70%	11.85%	10.95%	1359	1349	1266	1171	1008
MXN	4.75%	5.00%	5.05%	5.25%	5.50%	259	349	351	346	338
ARS	12.75%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1209	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CZK	0.29%	0.27%	0.26%	0.27%	0.35%	-37	-40	-55	-67	-99
PLN	1.62%	1.70%	1.72%	1.73%	1.84%	96	104	92	78	61
HUF	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	1.00%	69	24	1	-14	-42
RUB	11.00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1134	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CNY	4.35%	4.20%	4.20%	4.15%	4.10%	369	354	331	321	273
Taxas de juro 10 A										
BRL	11.56%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	327	-	-	-	-
MXN	6.33%	6.29%	6.40%	6.47%	6.64%	221	-	-	-	-
ARS	7.37%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	459	-	-	-	-
CZK	0.42%	0.42%	0.51%	0.60%	0.92%	54	-	-	-	-
PLN	3.06%	2.96%	3.01%	3.09%	3.30%	303	-	-	-	-
HUF	2.91%	2.85%	2.91%	2.96%	2.98%	299	-	-	-	-
RUB	8.58%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	203	-	-	-	-
CNY	2.71%	2.74%	2.73%	2.77%	2.70%	302	-	-	-	-

Fonte: Média de previsões de várias instituições de research.

Notas: A taxa de juro de curto prazo apresentada para o Brasil é a taxa Selic, para o México é a taxa overnight, para a Hungria é a base rate e para a China é a taxa de empréstimo fixada pelo banco central.

Os spreads de dívida de longo prazo de CZK, PLN, HUF e CNY resultam da comparação directa entre a yield do benchmark dos Bunds a 10 anos e a yield aqui apresentada. Os spreads de dívida de longo prazo de BRL, ARS, MXN e RUB são os calculados pela JP Morgan nos índices EMBI.

PORTUGAL – OE17 CONTINUA ESFORÇO DE CONSOLIDAÇÃO

Consolidação significativa dependente da economia e medidas extraordinárias

O Orçamento de Estado para 2017 prevê uma aceleração da economia para 1.5%, depois de aumentar 1.2% durante este ano. Ao mesmo tempo, espera conseguir nova consolidação no próximo ano, chegando a um défice de 1.6%. Este cenário macroeconómico afigura-se plausível, nas suas componentes mais importantes (deflator do PIB incluído), embora demonstre algum optimismo na previsão das exportações, pelo menos em comparação com previsões comparáveis.

Somando a consolidação já necessária com as medidas de aumento da despesa ou redução da receita já antes anunciadas, o Governo espera obter uma consolidação na ordem dos EUR 2.35 mil milhões, atingida, na sua maior parte, pelo crescimento da economia, e efeitos extraordinários, entre eles a recuperação de uma garantia bancária e o aumento dos dividendos do Banco de Portugal.

O principal risco do Orçamento, além de possíveis problemas de execução de algumas medidas, prende-se com o desempenho das receitas fiscais, em particular devido à base assumida para a receita fiscal final em 2016, que poderá ser demasiado optimista, junto com a potencial falta de sustentabilidade temporal de alguns cortes em consumos intermédios. Além disso, também a questão da potencial redução de estímulos do BCE e consequente turbulência poderá afectar o país. (em análise no artigo "OE 2017 - Dívida Pública, Necessidades e Fontes de Financiamento", nesta publicação).

Apesar das discórdias em relação ao cálculo do PIB potencial e medidas estruturais implementadas, é bastante provável que o Orçamento de Estado tenha luz verde em Bruxelas. Também na Assembleia da República haverá uma aprovação, mesmo que com turbulenta discussão prévia.

1. Governo espera aceleração ligeira da economia e um défice reduzido a 1.6% em 2017

▢ **Este orçamento continua um caminho de consolidação orçamental, com uma esperada redução do défice em 0.8 pontos percentuais (p.p.) para 1.6% do PIB em 2017.** Em contabilidade nacional, de acordo com as previsões do Governo, que assumem um défice de 2.4% do PIB este ano, este exercício orçamental faz esperar uma receita orçamental de EUR 84.2 mil milhões (44.1% do PIB) e um gasto estatal de EUR 87.2 mil milhões (45.7% do PIB). Em comparação com as previsões do Governo para a execução de 2016, esta expectativa corresponde a um aumento de 4.1% na receita, e um aumento de 2.1% na despesa, e a **um défice de EUR 3.0 mil milhões, uma consolidação de EUR 1.5 mil milhões em relação a 2016.**

Consolidação orçamental

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017p
Saldo orçamental	-11.2	-7.4	-5.7	-4.8	-7.2	-4.4	-2.4	-1.6
Saldo primário	-14.8	-5.4	-1.3	0.0	-3.9	0.2	1.9	2.8
Saldo estrutural primário	-5.1	-1.9	1.8	2.3	3.5	2.7	2.7	3.2

Fonte: INE, Ministério das Finanças.

▢ **A confirmar-se a estimativa para este ano, e confiando que a recapitalização da CGD não seja tida em conta na avaliação das autoridades europeias, 2016 será o ano que confirmará a saída do país do Processo de Défices Excessivos.** Mesmo assim, o ajustamento de 2016 para 2017 chegará aos 0.8 p.p.. Segundo o OE17, as medidas *one-off* deverão ter um contributo positivo nos dois anos, mas apenas de 0.1 e 0.2 p.p., respectivamente em 2016 e 2017. Como demonstrado na tabela acima, observa-se também uma melhoria, **tanto no saldo primário, como no saldo estrutural primário, que se tornam mais robustos.**

▢ **Quanto à evolução da economia, segundo as previsões do Ministério das Finanças, esta deverá acelerar um pouco no ano de 2017.** Tanto para este ano como para 2017, as previsões foram revistas em baixa quando comparadas com o Programa de Estabilidade apresentado em Maio deste ano. Para 2016, o Governo espera que a economia cresça 1.2%, menos 0.6 p.p. do que o esperado em Maio. A revisão é justificada principalmente pela quebra do investimento de 0.7%, quando a subida esperada chegava aos 4.9% este ano. Além disso, também o consumo privado foi revisto em baixa, de 2.4% para 2.0%, e uma revisão maior nas importações do que nas exportações faz com que o impacto do comércio internacional possa ser menos prejudicial. **Para 2017, a revisão é menos abrupta, com uma expectativa de 1.5% de crescimento da economia, menos três décimas do que a anterior previsão do Executivo.** A diferença mais benéfica reside no facto de que, na actual previsão, o comércio internacional deverá dar um contributo positivo para o crescimento em 2017 (0.2 p.p.), contrariamente à expectativa anterior de uma contribuição ligeiramente negativa em 0.1 p.p.. Contudo, as restantes revisões são negativas, destacando-se uma quebra maior do consumo público (-1.2% em vez de -0.7%) e uma recuperação mais modesta do investimento (subida de 3.1% face a um aumento esperado de 4.8%).

OPINIÃO

Cenário macroeconómico

	INE		OE17		PE 16-20		Média previsões	
	2014	2015	2016	2017	2016	2017	2016	2017
PIB	0.9	1.6	1.2	1.5	1.8	2.4	1.0	1.2
Consumo privado	2.3	2.6	2.0	1.5	2.4	0.8	2.0	1.4
Consumo público	-0.5	0.8	0.6	-1.2	0.2	-0.3	0.7	0.7
Investimento	2.3	4.5	-0.7	3.1	4.9	4.3	-1.0	2.5
Exportações	4.3	6.1	3.1	4.2	4.3	5.0	2.7	2.5
Importações	7.8	8.2	3.2	3.6	5.5	4.2	3.1	3.0
Deflator do PIB	0.8	2.1	2.0	1.5	2.1	1.6	1.4	1.5
IPC	-0.3	0.5	0.8	1.5	1.2	1.5	0.7	1.3
Taxa de desemprego	13.9	12.4	11.2	10.3	11.3	12.1	11.3	10.8
Capacidade/Necessidade de financ. externa	1.0	0.9	1.7	2.2	2.2	4.5	1.5	1.1
Saldo da Balança Corrente	-0.3	-0.3	0.5	1.0	0.4	0.6	0.4	-0.3

Fonte: INE e Ministério das Finanças.

▣ **Este cenário traria assim uma nova aceleração da economia portuguesa, sustentada num retorno do investimento a uma evolução positiva e numa performance melhor do comércio internacional português.** A recuperação do investimento será motivada em maior parte pela retoma do investimento público (+18.7%), com um contributo mais modesto (1.7%) do investimento privado, que representa uma fatia maior do investimento total na economia. Porém, este contexto indicaria ao mesmo tempo uma continuada desaceleração do crescimento do consumo privado, que levará ainda assim, segundo cálculos da UTAO, a uma degradação da taxa de poupança das famílias, que representará 4.3% do rendimento disponível em 2016 e 3.9% em 2017.

▣ **Do lado do mercado de trabalho, as expectativas são de continuada melhoria, suportada pelo sólido e positivo comportamento da taxa de desemprego no último ano.** As previsões são inclusivamente melhores que aquelas esperadas pelo Governo em Maio: para 2016, o Executivo espera uma taxa de 11.2% (11.4% em Maio), com uma diminuição para 10.3% (10.9% no PE) a permitir uma continuada redução da taxa nos últimos anos, embora a um ritmo gradualmente mais lento.

2. Com excepção das exportações e importações, as previsões são globalmente plausíveis

▣ **Olhando para os números apresentados pelo Governo, estes são geralmente credíveis,** e bastante mais plausíveis do que aqueles apresentados pelo Executivo como previsão para o crescimento durante 2016 no anterior, tanto em termos nominais como em termos reais.

▣ **Utilizando a média das previsões de várias instituições (FMI, EIU, BPI), a previsão do crescimento real do PIB de 1.5% fica apenas 3 décimas acima da previsão média de 1.2%.** Além desta, também o crescimento do consumo privado é pouco divergente (1.5% versus 1.4%).

▣ **Existe uma modesta divergência nas previsões sobre o investimento (3.1% versus 2.5%)** e também nas importações, onde o Governo aponta para um crescimento de 3.6%, face ao aumento esperado de 3.0% destas instituições.

▣ **Porém, a grande diferença apresenta-se nas contas do comércio internacional:** o Governo espera uma aceleração do crescimento das exportações de 3.1% este ano para os 4.2% em 2017, significativamente acima da previsão média de 2.5%, e o dobro da nossa previsão de um aumento de 2.1%. Esta diferença é também verificada nas previsões para o saldo da balança corrente. Enquanto a expectativa média é de que haja novamente um défice no saldo da balança corrente (-0.3%), o Executivo espera mesmo uma melhoria deste saldo para 1.0% do PIB em 2017. **Esta diferença é importante, não só pela questão do equilíbrio das contas externas, mas porque, num cenário de desaceleração do consumo privado, a expectativa do Governo é que, a par do investimento, as exportações sejam novamente um motor de crescimento.** Além disso, a outra discrepância prende-se com a perspectiva do Governo para o consumo público, que deverá descer 1.2%. Sendo esta uma diferença significativa face aos 0.7% de crescimento esperados pela média das previsões, isto afigura-se normal dada a existência de dados novos dos gastos governamentais revelados exactamente por este Orçamento de Estado.

▣ **É de salientar também a razoabilidade das previsões para o deflator do PIB e para o IPC, que tornam as previsões para o PIB nominal também mais plausíveis,** o que ajuda a uma expectativa mais realista quanto às receitas e despesas orçamentais.

3. A consolidação orçamental está bastante dependente de efeitos singulares

▫ **As necessidades de consolidação orçamental para 2017 são bastante significativas:** por um lado, existe a consolidação de EUR 1.5 mil milhões planeada no Orçamento, mas por outro, há medidas que acarretam maior despesa ou menor receita, com as quais o Governo já se comprometeu, que implicam uma compensação por outras medidas ou efeitos. Assim, juntando EUR 828 milhões em medidas já previstas que agravam despesa (reversão dos cortes salariais na função pública, por exemplo) ou diminuem receita (diminuição do IVA na restauração e eliminação faseada da sobretaxa de IRS, essencialmente). **No total, a consolidação bruta chega a cerca de EUR 2.35 mil milhões.**

▫ **Para conseguir chegar a este total, o Governo vai depender de variadas fontes, que se podem dividir em quatro grupos, dos quais os últimos dois são os mais relevantes.**

▫ **1. Impostos indirectos** – entre o IMI adicional, o novo imposto sobre as bebidas açucaradas, incluído no IABA, e alterações no Imposto sobre Produtos Petrolíferos, o Executivo espera arrecadar mais EUR 310 milhões.

▫ **2. Medidas avulsas** – há variadas pequenas alterações que darão mais receita, entre revisões de receita e de despesa, e EUR 104 milhões poupados em emprego público com a regra “2 por 1”, que prevê que por cada 2 saídas do Estado apenas possa entrar 1 novo trabalhador, medida essa que deverá ser atingida sobretudo por via de aposentações.

▫ **3. Efeitos extraordinários** – apenas com o impacto da recuperação da garantia do BPP (EUR 450 milhões) e do aumento de dividendos do Banco de Portugal (EUR 303 milhões), são expectáveis mais EUR 753 milhões em receita durante 2017, além de expectáveis poupanças de EUR 47 milhões em PPP's.

▫ **4. Cenário macroeconómico** – aqui reside a maior parte da consolidação esperada pelo Governo, 39% desta já considerando toda a compensação necessária pelas medidas que já foram prometidas e implicam aumento de despesa ou diminuição de receita. São EUR 917 milhões, que resultam do facto de que, mesmo sem mexer em taxas de imposto, a retoma deverá implicar uma maior colecta, quando ao mesmo tempo a continuada melhoria do mercado de trabalho deverá fazer subir as contribuições sociais e diminuir os fundos gastos em subsídios de desemprego.

▫ **Em termos absolutos, a despesa pública deverá crescer 2.1%, o que configura um aumento apenas ligeiramente superior à inflação prevista de 1.5%, fixando-se em EUR 87.2 mil milhões.** Porém, este aumento absoluto deverá corresponder a uma diminuição em percentagem do PIB (que observará um crescimento nominal de 3.0%, segundo o Executivo), passando de 46.1% para 45.7% em 2017. É de salientar a recuperação da formação bruta de capital fixo, o investimento público, que deverá aumentar 21.9% depois da expectável quebra de 16.1% este ano.

▫ **Este aumento da despesa deverá ser mais do que compensado por uma subida da receita, que se espera que cresça 4.1% em 2017, chegando aos EUR 84.2 mil milhões.** Aqui, esta subida será efectivamente reflectida também no valor em percentagem do PIB, que deverá chegar aos 44.1% no próximo ano, uma subida de 0.5 pontos percentuais face a 2016.

▫ **Assim, quando considerados os valores em percentagem do PIB, pode-se considerar este Orçamento como tendo um ajustamento que é, na sua maior parte, do lado da receita:** 0.5% do PIB derivam exactamente desse aumento de receita; ainda assim, com o crescimento nominal do PIB a poder chegar aos 3.0%, 0.4% do PIB são conseguidos pelo facto de a despesa aumentar em menor grau do que o aumento da produção e dos preços combinados.

Principais medidas de consolidação

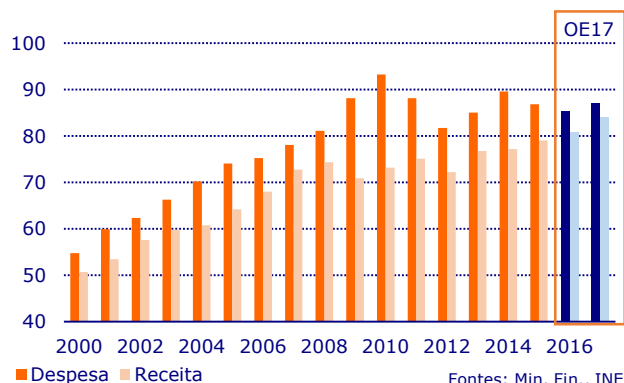
	EUR milhões	% do PIB
Saldo orçamental em 2016	-4538	-2.4
Receita		
Adicional ao IMI	160	0.1
"Fat" tax bebidas açucaradas	80	0.0
Alterações I. Produtos Petrolíferos	70	0.0
Eliminação gradual sobretaxa IRS	-200	-0.1
IVA da restauração	-175	-0.1
Revisão da receita	75	0.0
PERES (pagamento dívidas em atraso)	100	0.1
Dividendos do Banco de Portugal	303	0.2
Recuperação garantia executada pelo BPP	450	0.2
Outros efeitos	-90	0.0
Total medidas do lado da receita	773	0.4
Despesa		
Reposição salarial	181	0.1
Emprego público: regra 2 por 1	-104	-0.1
35 horas	25	0.0
Actualização das pensões	187	0.1
Nova prestação social única para deficientes	60	0.0
Revisão da despesa	-75	0.0
Juros da dívida pública	-60	0.0
Outros efeitos	-47	0.0
Total medidas do lado da despesa	167	0.1
Cenário macroeconómico	917	0.5
Saldo orçamental em 2017	-3016	-1.6

Fonte: Ministério das Finanças

OPINIÃO

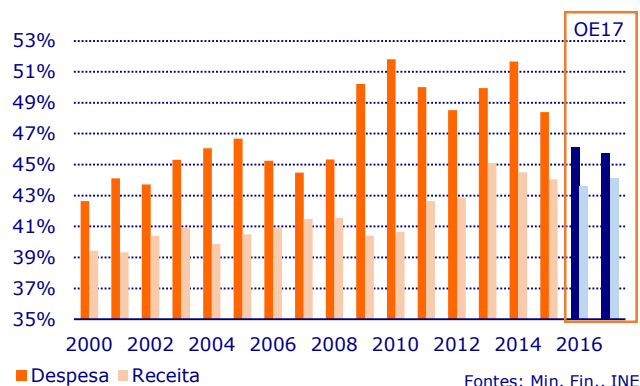
Receita e despesa pública

(EUR milhões)



Receita e despesa pública

(% do PIB)



Receita e despesa por componentes

(% do PIB)

	2015	2016	2017
Receita corrente	43.2%	42.6%	43.1%
Receita fiscal	25.4%	25.0%	24.9%
Imp. s/ produção e importação	14.6%	14.8%	14.8%
Imp. correntes s/ rend., património	10.8%	10.2%	10.2%
Contribuições sociais	11.6%	11.6%	11.7%
Outra receita corrente	6.2%	6.0%	6.5%
Receita de capital	0.9%	1.0%	1.0%
Receita total	44.0%	43.6%	44.1%
Despesa corrente	44.1%	43.6%	43.1%
Consumo intermédio	5.8%	5.7%	5.6%
Despesas com pessoal	11.3%	11.2%	11.0%
Prestações sociais	19.3%	18.9%	18.7%
Subsídios	0.6%	0.6%	0.6%
Juros	4.6%	4.3%	4.3%
Outra despesa corrente	2.5%	2.9%	2.9%
Despesa de capital	4.3%	2.4%	2.6%
Formação bruta de capital	2.3%	1.8%	2.2%
Outras despesas de capital	2.0%	0.6%	0.4%
Despesa total	48.4%	46.0%	45.7%
Saldo Global	-4.4%	-2.4%	-1.6%

Fonte: Ministério das Finanças, cálc. BPI

4. Apesar da ambição e plausibilidade, o Orçamento contém riscos consideráveis

□ **Há algumas medidas de impacto duvidoso no exercício orçamental, entre as quais, a redução do emprego público:** é de recordar que esta foi uma medida acordada já pelo actual Governo como a aplicar para este ano, tendo obtido resultados muito fracos. O rácio de substituição durante o ano de 2016 foi de 1 por 1, sendo até possível observar um ligeiro aumento no emprego público durante este ano. Por outro lado, os efeitos da aplicação do horário de 35 horas para a função pública tornam ainda mais difícil este objectivo, sendo já audíveis vários pedidos de diferentes sectores, entre os quais, a Saúde e a Educação, para um reforço de pessoal. **Além desta medida, é sempre duvidoso o impacto de impostos não antes experimentados, como o Adicional ao IMI e a aplicação do IABA às medidas açucaradas;** é de relevar, ainda assim, que as estimativas incluídas nestes dois casos parecem ser prudentes.

□ **Por outro lado, há um dos efeitos extraordinários, relacionado com a recuperação da garantia prestada pelo Estado ao BPP, que pode envolver problemas legais.** Não é certo que não haja contestação legal, e um possível adiamento do recebimento por parte do Estado, ou até uma diminuição do montante a receber, dado que há dúvidas quanto ao estatuto da Administração Pública enquanto credor do BPP, tendo já havido movimentações no sentido de algumas diligências legais por parte de interessados.

□ **Finalmente, e o mais importante, é necessário avaliar a razoabilidade do efeito macroeconómico, em particular, nas receitas fiscais.** Torna-se mais relevante ainda, dado que a execução deste ano está a provar-se bastante mais complicada em termos de impostos, do que o esperado pelo Executivo. Será possível que este cenário se repita? Depois de fazer algumas contas, retirando os efeitos das variadas medidas discricionárias que por si só aumentam ou reduzem receita fiscal e contributiva, chegamos a aumentos previstos de 3.1%, 2.0% e 3.4%, respectivamente, da receita em impostos indirectos, directos, e receitas contributivas, isto contando só os efeitos do crescimento económico. **Olhando para o que estes números representam em termos de elasticidade da receita fiscal e contributiva (em que proporção responde a receita quando existe um aumento nominal de 1% no PIB/rendimento), parece-nos que estes constituem uma estimativa plausível,** dando como adquirido o crescimento previsto pelo Executivo e a base estimada para 2016, e comparando com as elasticidades estimadas pela OCDE para Portugal. Tendo em conta que as elasticidades são métricas pouco estáveis, não

é de todo pouco razoável achar que o nível de 1.1 no caso das contribuições sociais (superior aos 0.8 calculados pela OCDE) pode ser alcançado. Há inclusivamente a possibilidade dos efeitos positivos do cenário macroeconómico no desempenho dos impostos indirectos estarem subestimados. No entanto, o recente fraco crescimento e até diminuição da receita de IRS, em comparação com o desempenho da receita das contribuições sociais, num cenário de crescimento, justifica a prudência utilizada.

Elasticidade da receita fiscal e contributiva

	Receita estimada (EUR milhões)		Var. %	Elasticidade implícita	Elasticidade OCDE
	2016	2017*			
Receita					
Impostos directos	18966	19343	2.0%	0.7	1.3-2.0
Impostos indirectos	27354	28194	3.1%	1.0	0.9
Contribuições Sociais	21581	22313	3.4%	1.1	0.8

Fonte: Ministério das Finanças, OCDE, cálc. BPI.

Nota: *Receitas ajustadas dos efeitos das medidas discricionárias incluídas no OE17.

□ **Porém, há duas fragilidades subjacentes a estes dados.** Por um lado, eles estão efectivamente dependentes do crescimento atingido. Uma diferença de 0.3 p.p. do PIB no crescimento nominal, de acordo com as elasticidades estimadas, significariam menos EUR 195 milhões em receita fiscal e contributiva. No entanto, esta é uma incerteza normal associada com a relação entre as previsões de receita fiscal e as previsões de crescimento económico. **Mais incerta é a questão da base assumida pelo Governo para 2016: o Executivo espera obter em receitas de impostos até EUR 1.3 mil milhões a mais do que a nossa previsão,** tendo em conta a execução em Contabilidade Pública disponível até Setembro (Ver Caixa). Um desvio desta magnitude seria bastante prejudicial tanto para o défice de 2016 como para 2017. No entanto, enquanto em 2016 a quebra está até agora a ser compensada por menos consumos intermédios e menos investimento do que o previsto, é difícil imaginar que tal seja sustentável por outro ano, principalmente pelo lado do investimento. Assim, é expectável que um montante de impostos não cobrados dessa dimensão possa ter de implicar outras medidas, no caso de se querer manter os objectivos de consolidação.

□ **Assim, consideramos que o principal risco na execução deste OE se prende com uma certa repetição do cenário experimentado este ano:** quer por esgotamento da capacidade de crescimento da receita fiscal, ou pela utilização de uma base não realista no que toca a 2016, é possível que a receita fiscal desiluda novamente. Nesse caso, será difícil garantir o défice, a não ser que sejam novamente utilizadas cativações para conter investimento e consumos intermédios. Porém, a utilização repetida desta manobra poderá não ser sustentável, por um lado pelo carácter de curto-prazo que por definição apresenta, e por outro, pelos níveis já de si historicamente baixos do investimento público, o que politicamente poderá ser complicado sustentar pela maioria governativa. **Por outro lado, com a situação macroeconómica a melhorar na Zona Euro, e o impacto do Brexit a ser, até agora, menos significativo do que o esperado, aumenta a probabilidade de uma redução dos estímulos do BCE,** com consequências potencialmente adversas para os juros da dívida pública. É de salientar que os juros da dívida deverão representar em 2017 4.3% do PIB, sensivelmente o dobro do que é gasto em investimento público.

□ **Outro risco significativo prende-se com a frente externa:** se por outro lado a recuperação da Zona Euro for efémera, e surgirem mais consequências negativas com a questão britânica, é provável que as exportações nacionais sofram com isso, assim diminuindo o crescimento do PIB e as receitas colectáveis.

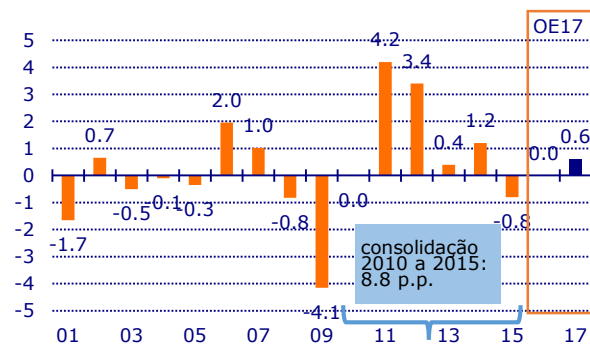
5. Ainda que haja discórdia, o OE deverá passar em Bruxelas, tal como no Parlamento

□ **Este ano, o Orçamento para 2016 envolveu uma negociação com Bruxelas,** com o Governo a ter que ceder em determinadas matérias, o que levou com que, por exemplo, a redução do IVA fosse feita só a partir de metade do ano. Neste Orçamento, esse cenário não é provável, tanto pela imagem cumpridora que o Governo está a conseguir fazer passar, mesmo apesar do processo de sanções, mas principalmente porque o critério que deverá (e já está a) gerar discórdia, a melhoria do saldo estrutural, não apresenta uma divergência significativa.

□ **A carta enviada por Bruxelas ao Governo português pedia clarificações sobre as medidas que permitirão uma melhoria de 0.6 p.p. no saldo estrutural,** já que, por um lado, não havia especificidade sobre as mesmas, e por outro, algumas medidas apresentadas como estruturais pelo Executivo, como o programa de pagamento de dívidas fiscais (PERES), podem não ser vistas como tais por Bruxelas. No entanto, para

Pendor da Política Orçamental

(p.p. do PIB)



Fonte: AMECO, Ministério das Finanças, BPI

OPINIÃO

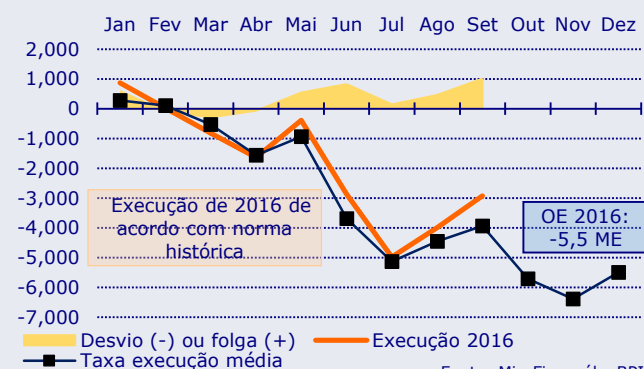
que haja uma rejeição do OE por parte de Bruxelas, tem que ser comprovada uma divergência de 0.5 p.p. ou mais, algo que não deverá acontecer este ano.

▣ **Por outro lado, ainda que haja necessidade de afirmação por parte dos partidos mais à esquerda, o actual equilíbrio de forças faz com que o Orçamento deva ser aprovado sem sobressaltos.** É expectável que os partidos que suportam a maioria queiram fazer ver as suas diferenças através de propostas de alteração ao Orçamento, as quais não serão todas colhidas pelo Partido Socialista, mas o processo redundará com toda a probabilidade na aprovação do OE no final de Novembro.

▣ **No período entre Janeiro e Setembro de 2016, a execução orçamental esteve controlada, com as contas a mostrarem-se melhores do que em 2015, com menos EUR 292 milhões no défice** - note-se que, devido a ajustamentos específicos deste ano, é possível atingir o objectivo para o défice em contabilidade nacional em 2016, observando ao mesmo tempo um défice pior do que no ano anterior em contabilidade pública, em cerca de EUR 741 milhões. Assim, a diferença entre a receita e a despesa até Setembro foi de EUR -2.924 mil milhões. Tanto a receita como a despesa estão a crescer abaixo do esperado no OE 2016: a receita aumentou 2.6% (5.0% previsto no OE), e a despesa cresceu apenas 1.9% (5.6% esperado no OE). O superávit primário está também a subir, já que o aumento na receita está a ser acompanhado de um aumento de 1.4% na despesa primária, até agora; estes números resultam num superávit primário de EUR 2.402 mil milhões, EUR 657 milhões acima do que foi registado no mesmo período de 2015.

Saldo orçamental - Contab. Nacional

(EUR milhões)



Fonte: Min.Fin.; cálc. BPI

▣ **A receita estava a crescer a um ritmo de 2.6%, bastante abaixo do aumento orçamentado de 5.0%, numa falta de EUR 1.87 mil milhões em comparação com a execução esperada.** Em particular, tanto nos impostos directos (menos EUR 669 milhões do que o esperado) como nos impostos indirectos (menos EUR 602 milhões do que o antecipado), o desempenho da receita está a ser muito aquém do esperado. As restantes receitas estão também a crescer abaixo do previsto, com o maior crescimento a ser registado pelas outras receitas correntes, a aumentar 9.5%.

Execução orçamental até Setembro

(Óptica de caixa)	Valores (EUR mil milhões)		Variação %		Desvio* (EUR mil milhões)
	Set-15	Set-16	Execução	OE16	
Receita corrente	54.7	56.0	2.5	4.5	-1.1
Receita Fiscal	33.1	33.3	0.7	3.4	-0.9
Impostos directos	15.7	15.0	-4.3	-1.2	-0.5
Impostos indirectos	17.4	18.3	5.1	7.7	-0.5
Contribuições de Segurança Social	13.9	14.4	3.8	4.4	-0.1
Outras receitas correntes	7.5	8.2	9.5	12.9	-0.3
Receita de capital	1.2	1.2	5.5	23.0	-0.2
Receita efectiva	55.9	57.3	2.6	5.0	-1.4
Despesa corrente	55.6	56.9	2.4	4.8	-1.3
Despesas com o pessoal	14.2	14.8	4.1	2.3	0.2
Aquisição de bens e serviços	8.0	8.0	-1.0	1.1	-0.2
Juros e outros encargos	5.6	6.0	6.5	4.5	0.1
Transferências correntes	26.4	26.6	0.9	2.8	-0.5
Subsídios	0.8	0.8	2.7	33.1	-0.2
Outras despesas correntes	0.5	0.5	-2.1	136.9	-0.7
Despesa de capital	3.5	3.3	-5.3	18.1	-0.8
Investimentos	2.8	2.5	-11.5	12.0	-0.7
Transferências e out. desp. capital	0.7	0.7	7.1	47.3	-0.3
Despesa efectiva	59.1	60.2	1.9	5.6	-2.2
Saldo global	-3.2	-2.9			
Despesa primária	53.5	54.2	1.4	5.8	-2.3
Saldo primário	2.4	3.1			

Fontes: DGO, cálc. BPI.

Notas: *Diferença entre a execução verificada e a prevista no OE2016 até Setembro, assumindo um perfil intra-anual semelhante das despesas e receitas ao do ano anterior.

Para compensar estes desenvolvimentos, o Governo está a exercer um controlo ainda maior da despesa pública. Os gastos do Estado subiram 1.9% até Setembro. A contenção no crescimento da despesa está a permitir uma “poupança” de cerca de EUR 3.0 mil milhões, quando se compara com os gastos previstos no OE2016 (assumindo um perfil intra-anual da despesa semelhante a 2015). O factor que é, isoladamente, mais importante em fazer com que despesa prevista não seja efectuada é o investimento público, onde uma quebra de 11.7% (expectativa de um aumento de 12.0%) está a levar a um desvio positivo de EUR 1023 milhões. As transferências correntes (onde se incluem os subsídios de desemprego) subiram 0.5% (quando era esperado um aumento de 2.8%), permitindo assim também EUR 663 milhões a menos em despesa quando comparada com a previsão orçamental. O grupo agregado de “Outras despesa corrente” está também a permitir uma folga de EUR 1090 milhões até agora.

Utilizando os dados existentes, e projectando o resto da execução do ano de 2016, as nossas previsões são semelhantes à expectativa do Executivo, excepto no que toca às receitas fiscais. Este desvio poderá ser superior a EUR 500 milhões, podendo chegar a EUR 1.3 mil milhões o que levaria a um défice de 2.7% do PIB ou superior. É expectável, no entanto, que desvios superiores a este montante, embora possam acontecer, possam ser compensados com o congelamento das cativações que o Governo demonstrou a Bruxelas estarem ainda em controlo do Ministério das Finanças.

6. Conclusão

Como conclusão, podemos afirmar que o exercício orçamental de 2017 é menos arriscado que o anterior, embora não esteja de todo ausente de riscos. Apresenta metas ambiciosas, tanto em termos de saldo orçamental global, como olhando para o saldo primário, o que é manifestamente positivo: no caso de um desvio, poderá ser possível acomodar uma consolidação menos exigente. Por outro lado está sustentado num cenário plausível, embora algo optimista no que se relaciona com o comércio externo. Ainda assim, a dependência significativa de receitas extraordinárias, em particular as relacionadas com o BPP e o Banco de Portugal, em conjunto com a contenção do investimento e consumos intermédios que se podem revelar insustentáveis, fazem com que esta situação orçamental seja potencialmente frágil no médio-prazo, o que pode vir a exigir outras medidas no futuro. Estas preocupações são reforçadas pelo cenário de fraco crescimento económico: com uma evolução económica mais robusta, as eventuais necessidades orçamentais a surgir em anos futuros não serão tão gravosas.

OPINIÃO

OE 2017 - Dívida Pública, Necessidades e Fontes de Financiamento

Em 2017, e em valores absolutos, a dívida pública directa do Estado e a dívida calculada de acordo com os critérios de Maastricht, deverão aumentar. O acréscimo da dívida directa do Estado deverá ser financiado sobretudo pelo aumento do saldo vivo de Obrigações do Tesouro (de taxa fixa) bem como pela subscrição líquida positiva esperada nos produtos de retalho, designadamente Certificados do Tesouro. Releva ainda o adiamento dos pagamentos antecipados do empréstimo do Fundo Monetário Internacional, que deverão totalizar EUR 1.5 mil milhões em 2017 e tendo sido retirada a previsão de devoluções antecipadas adicionais em 2016, situação que reflecte quer o aumento do prémio de risco soberano nos mercados internacionais, quer a revisão em alta das necessidades de financiamento de 2016 previstas pelo Tesouro. Finalmente, importa destacar a função preponderante do Banco Central Europeu, como suporte na colocação da dívida pública, antecipando-se aumento de pressão sob os custos de financiamento caso a especulação em torno da possibilidade de redução do programa de compra de activos (*tapering*) se intensifique em 2017.

1. Dívida Directa do Estado

Segundo o Relatório do Orçamento de Estado para 2017, o saldo da dívida directa do Estado deverá aumentar cerca de 12.3 mil milhões de euros (MME) em 2016 e 9.2 MME em 2017. Em 2016, cerca de 47% do acréscimo representou aumento líquido do saldo vivo de Obrigações do Tesouro (OT), em 7.2 mil milhões de euros, sendo o restante cumprido por via do aumento da dívida de retalho (CA e CT) em cerca de 3.5 MME, de duas novas OTRV's a 5 anos (1.95 MME) e do lançamento de um novo MTN a 10 anos.

Estrutura da Dívida Directa do Estado

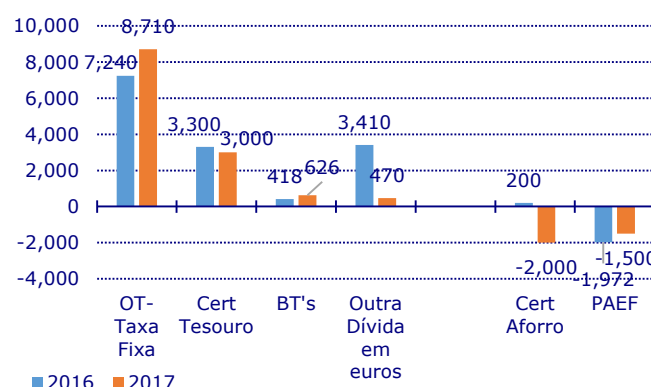
(Óptica da Contabilidade Pública, milhões de euros)

	2015		2016		2017	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%
OT- Taxa Fixa	103,865	46%	111,105	47%	119,815	48%
Certificados do Tesouro	7,926	4%	11,226	5%	14,226	6%
Certificados de Aforro	12,793	6%	12,993	5%	10,993	4%
Dívida de curto prazo em euros	22,627	10%	22,895	10%	23,416	9%
da qual: Bilhetes do Tesouro	15,023	7%	15,441	6%	16,067	6%
Outra Dívida em euros	2,314	1%	5,724	2%	6,194	2%
da qual: OTRV's	-	0%	1,950	1%	-	0%
Dívida em moedas não euro	4,382	2%	4,231	2%	4,231	2%
PAEF	72,455	32%	70,483	30%	68,983	28%
Total	226,362	100%	238,657	100%	247,858	100%

Fonte: Ministério das Finanças.

Financiamento líquido em 2016 e 2017

(Milhões de euros)



Fonte: Ministério das Finanças

Em 2017, o acréscimo esperado da dívida directa do estado, cerca de 9.2 MME, deverá representar aumento do saldo vivo de Obrigações do Tesouro de taxa fixa em 8.7 MME e reforço da subscrição de Certificados do Tesouro num montante esperado de 3 MME, para além de reforços marginais do saldo vivo de Bilhetes do Tesouro e de outra dívida em euros. Em contrapartida, o Ministério das Finanças antecipa um resgate líquido de Certificados de Aforro em 2 MME e o reembolso antecipado de 1.5 MME de empréstimos ao Fundo Monetário Internacional. Se esta previsão for cumprida, no final de 2017 os empréstimos ao abrigo do Programa de Assistência externa (PAEF) assegurarão cerca de 28% da dívida directa do Estado, decrescendo cerca de 4 p.p. por comparação com 2015.

Ao projectar o modo de financiamento para o próximo ano, o Executivo foi relativamente cauteloso, ao assumir que o saldo dos instrumentos de retalho se irá reforçar apenas em mil milhões de euros, que compara com +3.5 MME estimados este ano. Esta é uma margem importante, na medida em que se se repetir o comportamento dos CA's e CT's observado em 2016 (subscrição líquida estimada de 3.5 MME), a emissão líquida de OT's poderia, eventualmente, descer para níveis semelhantes aos observados em 2016. Conferindo alguma margem de manobra caso se agravem as tensões de subida sob os custos de financiamento.

1.1 – O suporte do BCE

Dada a possibilidade de que o programa de *quantitative easing* do Banco Central Europeu (PSPP, acrónimo para *Public Sector Purchase Program*) termine em 2017 (nos moldes em que está actualmente definido, terminaria em Março) ou pelo menos, que seja iniciado um processo de lenta redução das compras de títulos de dívida pública (*tapering*), importa avaliar o seu impacto no financiamento do Estado português, na medida em que o banco central constitui um interveniente de relevo. Efectivamente, tendo em conta as aquisições efectuadas desde início do programa, **em 2015 as compras para a carteira do banco central terão correspondido a cerca de 48% do total de emissões (emissões brutas) de OT's e em 2016 estima-se que o suporte tenha aumentado, para valores em torno dos 63%** (considerando que o volume de emissões ascende aos valores inscritos no OE2017, 16.9 MME). Em 2017, o peso das aquisições pela autoridade monetária oscilará entre os 36% e os 61% de acordo com os nossos cálculos e considerando pressupostos distintos para os seguintes factores:

- saldo vivo em carteira do BCE relativamente às aquisições realizadas ao abrigo do anterior programa SMP.
- ritmo futuro das compras mensais.
- Por hipótese, considera não alteração das actuais regras que norteiam o programa, embora actualmente se equacione a sua alteração (consultar Tema em Destaque relativo ao tema "BCE – o que esperar para 2017?".)

Ou seja, tudo indica que durante o próximo ano o suporte da autoridade monetária irá continuar activo: **na pior das hipóteses a autoridade monetária garantirá a compra de mais de 1/3 das emissões brutas de Obrigações do Tesouro realizadas em 2017**. E este é um cenário que consideramos excessivamente pessimista, pois **tudo aponta para a possibilidade de flexibilização das regras que regem o PSPP** (caso se verifique, deverá ser anunciado no comité de Governadores de Dezembro). Mesmo sem alteração de regras, com uma eventual redução do ritmo de aquisições mensais, o suporte prolongar-se-ia, potencialmente **até Setembro do próximo ano**.

Neste contexto, importa ponderar que não obstante a possibilidade de extensão do actual programa, esta será uma extensão limitada no tempo, por definição. **Uma análise recente do Banco de Portugal concluía que na ausência do PSPP os custos de financiamento seriam cerca de 2.5 p.p. superiores**. Ora, atendendo ao peso dos juros da dívida pública (4.6% do PIB estimados em 2015), e simulando um aumento desta dimensão a vigorar em 2017, tal implicaria um acréscimo adicional do peso dos juros da dívida em cerca de 0.4 p.p. do PIB, que se reflectiriam no aumento da dívida pública excepto se este acréscimo dos juros fosse, de alguma forma, compensado pelo reforço de medidas restritivas de política orçamental, conduzindo a um aumento do saldo primário (que se espera se fixe em 2.2 % do PIB em 2017).

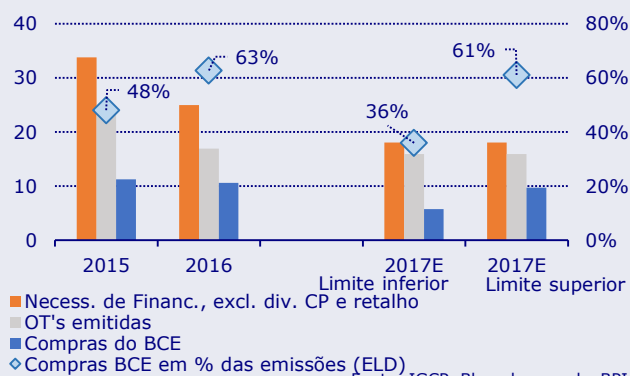
2. Necessidades de financiamento em 2016 e 2017

As necessidades brutas de financiamento do Estado para o ano de 2016 foram revista em alta em cerca de 5.7 MME relativamente ao que estava previsto no Orçamento de 2016. Esta revisão ficou a dever-se aos seguintes factores:

- Necessidades líquidas de financiamento de 2016 foram revistas em 2.9 MME relativamente aos valores antecipados no OE16, em reflexo de um maior défice do sector Estado, revisto em cerca de 700 ME (milhões de euros); uma maior despesa líquida com activos financeiros (revisto de 4.1 MME para 6.8MME no OE17) derivada da incorporação da previsão da operação de recapitalização da CGD (no valor de 2.7MME) em finais do ano; Para além desta operação, a despesa líquida em activos financeiros engloba a cobertura das necessidades de financiamento das empresas públicas em 2.9 MME e o empréstimo contingente de 853 ME ao Fundo de Resolução.
- A amortização de dívida de médio e longo prazo foi revista em cerca de 2.9 MME, em parte graças ao adiamento do reembolso do empréstimo ao FMI, que no OE16 se estimava seria de 4.6 MME (OE17 admite apenas os reembolsos já ocorridos, no montante de 2 MME).

Necessidades de financiamento, emissões de OT's e compras do BCE

(Mil Milhões de euros; % total das emissões)



Necessidades de financiamento do Estado em 2016 e 2017

(milhares de milhões de euros)

	Em 2016		Em 2017		
	OE 2016	OE 2017	OE 2017	IGCP Set	PE/16-20
Necessidades Líquidas de Financiamento	10.2	13.1	9.6	6.1	6.1
Défice Orçamental (sector Estado, sede de caixa)	6.2	6.3	6.6	3.6	3.6
Aq. Liq Act. Financeiros	4.1	6.8	3	2.5	2.5
Amortização e anul. de div. de MLP	32.3	35.2	33.6	33.6	
dos quais FMI	4.6	2	1.5	1.5	1.5
Necessidades Brutas de Financiamento	42.6	48.3	43.2	39.7	n.a.

Fonte: Ministério das Finanças, UTAO, Parecer Técnico 5/2016.

OPINIÃO

Relativamente a 2017, o OE17 prevê uma redução das necessidades de financiamento agora estimadas para 2016, em cerca de 5.1 MME: de 48.3 MME para 43.2 MME; todavia, verifica-se uma revisão em alta face ao valor estimado pelo IGCP no passado mês de Setembro, em cerca de 3.5MME (cerca de 1.9% do PIB), valor que se justifica pela revisão em alta do défice orçamental esperado para o próximo ano pois as estimativas do IGCP partiam da previsão para o défice incluída no Programa de Estabilidade de 2016, elaborado no passado mês de Abril.

Subjacente à previsão das necessidades de financiamento de 2017 está a antecipação de que a aquisição líquida de activos financeiros deverá decrescer de 6.8 MME para apenas 3 MME que, segundo o relatório do OE17 se ficará a dever a:

- Empréstimos de médio e longo prazo e dotações de capital em entidades públicas: cerca de 5.2 MME;
- Compensado pela recuperação do crédito garantido ao BPP (450ME)
- Reembolsos de empréstimos de médio e longo prazo (750 ME) pelo sector dos Serviços e Fundos Autónomos, Administração Regional e Local, os quais têm subjacente a previsão de recuperação de activos da Oitante e reembolso de Cocos por parte do BCP (segundo a UTAO e nota os investidores de Outubro do IGCP).

No quadro seguinte incluímos o detalhe das **necessidades e fontes de financiamento previstas para os próximos 5 anos, 2016 a 2020**, tendo por base a informação inscrita no Orçamento de Estado de 2017, a apresentação a investidores do IGCP de Outubro, informação da Bloomberg relativa à maturidade prevista de títulos da dívida pública, bem como a Análise à proposta de Lei do Orçamento de Estado para 2017, elaborada pela UTAO.

Necessidades e Fontes de Financiamento

Mil Milhões de Euros

	OE2017		PEC Abril 2016		
	2016	2017	2018	2019	2020
1 . Necessidades Líquidas de Financiamento (*)	13.1	9.7	4.5	4.8	2.8
Défice orçamental	6.3	6.7	2.6	1.4	0.6
Aquisição líquidas de activos financeiros	6.8	3.0	1.9	3.4	2.2
2. Reembolsos	35.2	33.6	27.9	26.8	28.6
Bilhetes do Tesouro (**) - roll-over	15.4	16.1	16.1	16.1	16.1
Obrigações do Tesouro	8.6	6.8	8.3	10.2	10.7
Outra dívida de curto prazo	7.2	6.8			
Outra dívida de médio e longo prazo	1.5	0.4			
Certificados do Tesouro e de Aforro	0.7	2.4			
Fluxos de capital de swaps (líq)	-0.3	-0.3			
FMI, reembolsos realizados	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FMI, reembolsos a executar	0.0	1.5	3.5	0.5	1.8
p.m. PAEF, reembolsos de acordo maturidade original	0.0	0.0	1.8	4.8	4.8
3. Fontes de Financiamento	48.0	43.4			
Certificados de Aforro	0.8	3.4			
Certificados do Tesouro	3.4				
CEDIC	5.9				
CEDIM	0.0				
BT	15.4	16.1			
OT	16.9	15.9			
FEEF	0.3				
Outra dívida de curto prazo	1.5	8.0			
Outra dívida de médio e longo prazo	3.7				
Necessidades de Financiamento Brutas (1+2)	48.3	43.4			
Em % do PIB	26.3%	22.9%			
Disponibilidade de depósitos no final do ano	6.5	6.6	5.5	4.5	4.5

Fonte: OE2017, IGCP, Bloomberg, BPI.

Parte da informação reproduzida já foi discutida nos pontos anteriores, designadamente a evolução das necessidades e fontes de financiamento em 2016 e 2017. Relativamente ao triénio seguinte vale a pena salientar a redução significativa projectada das necessidades líquidas de financiamento, quer por via da redução do défice quer de uma menor aquisição líquida de activos

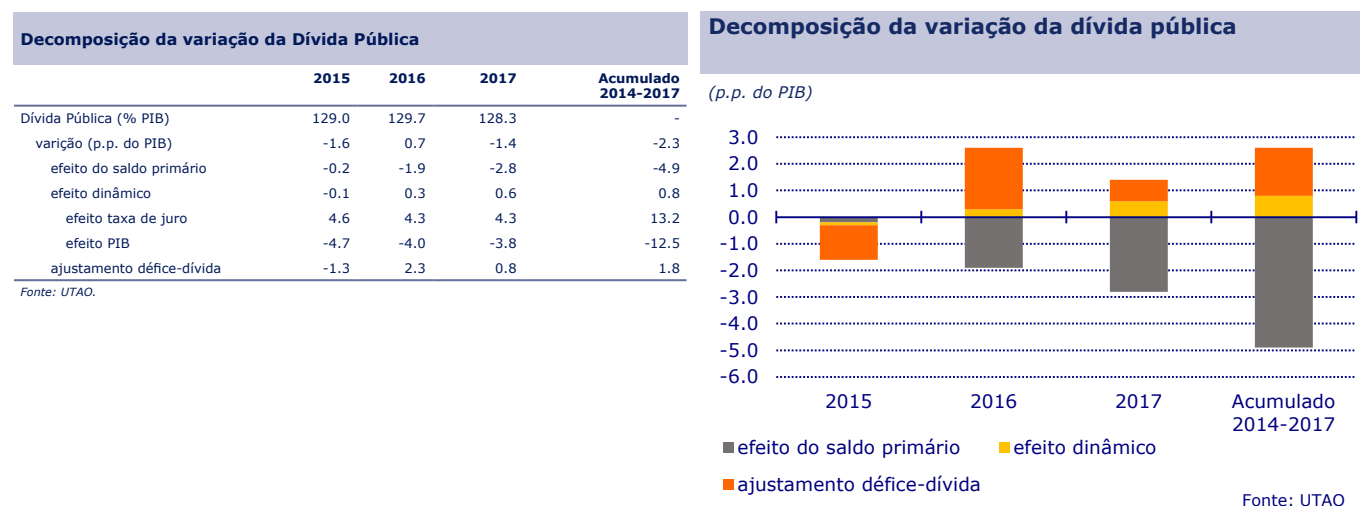
financeiros. Neste ponto **vale a pena recordar que ambos os agregados têm sido revistos sistematicamente em alta significativa:** no que respeita ao défice, porque o défice do Estado (em contabilidade pública) é tipicamente superior ao défice da Administração Pública, (e o défice em contabilidade pública superior ao défice em contabilidade nacional), situação que se poderá voltar a repetir. Relativamente à rubrica Aquisição Líquida de Activos Financeiros, esta encontra-se sujeita a vários riscos e dependente de vários desenvolvimentos, destacando-se a razoabilidade das estimativas efectuadas quanto às necessidades de financiamento das empresas públicas (que tipicamente excedem as anteriores previsões); e o desenlace da venda do Novo Banco e a respectiva articulação da operação com o Fundo de Resolução (recordamos que o empréstimo ao Fundo de Resolução no âmbito do processo de resolução do BES e criação do Novo Banco ascendeu a 3.9 mil milhões de euros).

2.1 – Aumento da autorização de endividamento, apesar da redução das necessidades de financiamento

Segundo a Proposta de Lei do OE17, **o limite ao endividamento líquido global directo para fazer face às necessidades de financiamento em 2017 será de 9.35 mil milhões de euros**, superior ao registado em 2016 (8.91 MME), não obstante a redução das necessidades previstas de financiamento, facto que deriva do OE16 não incluir a possível recapitalização da CGD. Segundo o texto da Proposta de Lei e a análise efectuada pela UTAO, o endividamento líquido global resulta dos seguintes factores:

- Dívida emitida pelo Estado (IGCP);
- Do financiamento de outras entidades, nomeadamente do sector público empresarial, incluídas na administração central;
- Da dívida de entidades do sector público empresarial, quando essa dívida esteja reconhecida como dívida pública, segundo as regras de Maastricht, numa base consolidada, ou seja, só releva a dívida que estas entidades tenham contraído junto de instituições que não integrem a administração central.

3. Dívida Pública



A previsão do rácio da Dívida Pública relativa ao final de 2016 foi revista em alta em quase 5 pontos percentuais do PIB desde a apresentação da 2ª notificação por défices excessivos (PDE) – era 124.8% do PIB; estima-se agora em 129.7%, segundo o OE17. A estimativa foi afectada por vários factores, nomeadamente:

- O ajustamento défice dívida, que agora reflecte a operação de recapitalização do CGD;
- Menor contributo positivo do saldo primário (de -2.2% para -1.9%);
- Menor contributo do efeito PIB (de -4,8% para -4.0%, por via da revisão em baixa do PIB real e deflator);
- Parcialmente compensado pela menor despesa com juros (de 4.4% do PIB para 4.3%).
- Segundo a UTAO, o não reembolso antecipado do empréstimo ao FMI (2.1% do PIB) e o adiamento do reembolso do empréstimo efectuado ao Fundo de Resolução (2.1%) para capitalização do Novo Banco poderão também justificar o nível de dívida mais alto que o esperado.

A previsão implícita ao OE17 estima um ligeiro aumento do rácio da Dívida Pública em 2016 e uma redução ligeira em 2017. Pela análise dos vários contributos verifica-se que para esta evolução será **fundamental o contributo do saldo primário**, que se estima venha a aumentar em 2017 e gere um contributo para o rácio de 2.8 p.p. favorável. Este efeito **deverá mais que compensar quer os ajustamentos défice-dívida** (na sua maior parte derivarão do efeito da aquisição líquida de activos financeiros) **quer o efeito dinâmico desfavorável em 2016 e 2017:** o contributo do efeito taxa de juro para o agravamento do rácio mais que compensa o impacto favorável decorrente do crescimento do PIB nominal.

OPINIÃO

Na análise gráfica é possível verificar que no triénio 2015-17 e considerando os efeitos conjuntos, apenas o reforço do saldo primário permite o decréscimo do rácio da dívida, facto que evidencia a necessidade de persistência da trajectória de consolidação cautelosa das finanças públicas.

4. Conclusão

Do ponto de vista dos investidores internacionais importa demonstrar que a Dívida Pública portuguesa tem condições para encetar uma trajectória descendente e sustentada ainda que eventualmente mais gradual do que as regras implícitas ao Tratado Orçamental exigiriam. Efectivamente, a redução de desequilíbrios na vertente do endividamento, que tem vindo a decorrer a bom ritmo no sector privado – empresas e famílias – não encontra ainda equivalente no sector da Administração Pública, que tem continuado a acumular dívida, a qual cresce em termos relativos (excepção de 2015) e em valor absoluto.

Pela análise dos principais contributos para o aumento do rácio nos últimos anos conclui-se que é fundamental actuar sob o efeito dinâmico: o comportamento dos juros da dívida pública constitui um elemento desfavorável importante, concluindo-se que não é indiferente a percepção dos investidores internacionais relativamente ao risco país, nem o andamento do prémio de risco da República. Neste contexto, não abona a favor da credibilidade dos planos apresentados a verificação sistemática de erros de previsão que vão sempre no mesmo sentido: o de maior endividamento que o esperado. Por fim, é também essencial o alcance de crescimento nominal da actividade económica mais robusto, por forma a reduzir o esforço subjacente ao alcance de saldos primários positivos.

BASES DE DADOS

INDICADORES ESTRUTURAIS

Endividamento do Sector Privado

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos esperados em Novembro e Dezembro de 2016

CONJUNTURA ECONÓMICA

Indicadores de Conjuntura Macroeconómica em Portugal

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional II

MERCADOS CAMBIAIS

Cotações no mercado *Spot*

Taxas Oficiais de Conversão para o EURO

MTC-2

MERCADOS MONETÁRIOS

Taxas de Juro Internacionais

MERCADOS DE OBRIGAÇÕES

Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

Taxa de Rendimento de Obrigações do Tesouro

MERCADOS DE ACÇÕES

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções I

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções II

COMMODITIES

Índices CRB de Preços de Futuros de *Commodities*

Endividamento do Sector Privado

	2000	2008	2014	Variação 2008 a 2014	Variação 2000 a 2014
Chipre	306.2	287.8	348.3	60.5	42.1
Luxemburgo	:	362.8	342.2	-20.6	n.a.
Irlanda	:	236.6	263.3	26.7	n.a.
Holanda	206.5	216.1	228.9	12.8	22.4
Dinamarca	158.1	222.8	222.8	0.0	64.7
Suécia	138.2	189.9	194.4	4.5	56.2
Portugal	137.1	196.2	189.6	-6.6	52.5
Bélgica	113.8	162.2	181.4	19.2	67.6
Espanha	102.9	196.4	165.8	-30.6	62.9
Reino Unido	138.3	186.8	157.7	-29.1	19.4
Finlândia	93.0	132.0	150.0	18.0	57.0
Malta	:	152.9	146.4	-6.5	n.a.
França	99.0	122.2	143.2	21.0	44.2
Grécia	53.1	113.5	130.5	17.0	77.4
Áustria	121.7	127.5	127.1	-0.4	5.4
Bulgária	26.8	130.8	124.3	-6.5	97.5
Croácia	:	111.0	120.6	9.6	n.a.
Itália	75.8	113.8	119.3	5.5	43.5
Estônia	54.0	136.7	116.1	-20.6	62.1
Alemanha	122.7	109.4	100.4	-9.0	-22.3
Eslovenia	:	105.6	100.1	-5.5	n.a.
Letónia	:	104.6	96.4	-8.2	n.a.
Hungria	56.1	105.6	91.3	-14.3	35.2
Polónia	:	67.7	77.9	10.2	n.a.
Eslováquia	47.6	65.3	76.2	10.9	28.6
República Checa	57.0	63.7	72.7	9.0	15.7
Romênia	26.6	65.5	62.2	-3.3	35.6
Lituânia	30.1	76.7	52.5	-24.2	22.4
Valores não consolidados					
Estados Unidos	180.8	212.3	196.5	-15.8	15.7

Fonte: Eurostat, OCDE.

Nota: Valores com base na informação do Eurostat, excepto valores não consolidados, com base na OCDE. A dívida do sector privado corresponde ao stock de passivos responsabilidade dos sectores das Empresas não financeiras (S.11) e Famílias e Organizações sem fins lucrativos ao serviços das famílias (S.14_S.15). São considerados os seguintes instrumentos: Dívida, Títulos de Dívida e Empréstimos (F3 e F4). A informação é apresentada numa base consolidada (com as excepções assinaladas) e em percentagem do PIB.

Um dos indicadores do MIP scoreboard (Macroeconomic Imbalances Procedure, conjunto de indicadores que pretende detectar desequilíbrios macroeconómicos no âmbito dos mecanismos da EU) é o stock de dívida do sector privado em percentagem do PIB, adoptando-se como nível de referência o patamar de 133%, assinalado.

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos Esperados em Novembro e Dezembro de 2016***Novembro**

Japão	1	Publicação perspectivas económicas e confer. de imprensa do Governador do BoJ
EUA	2	Decisão de política monetária do FOMC
Reino Unido	3	Reunião de política monetária do Banco de Inglaterra
	3	Publicação Relatório de Inflação
FMI	3-4	Conferência do FMI sobre macroeconomia depois da grande recessão
Japão	6	Publicação das actas da reunião de política monetária de 20-21 de Setembro
Zona Euro	7	Reunião dos ministros das finanças
EUA	8	Eleições Presidenciais
Zona Euro	18	Mario Draghi discursa no seminário semana europeia em Frankfurt
Portugal	23	Publicação do relatório de estabilidade financeira
EUA	23	Publicação das actas da reunião de 2 de Novembro

Dezembro

Zona Euro	5	Reunião dos ministros das finanças
	8	Reunião de política monetária do BCE
EUA	14	Decisão de política monetária do FOMC
Portugal	14	Banco de Portugal publica Boletim Económico
Suíça	15	Reunião de política monetária do BNS
União Europeia		Previsões económicas de Outono

Notas: () - Este calendário não pretende conter uma enumeração exaustiva de todos os acontecimentos futuros na Europa, Japão e América do Norte, mas sim listar alguns dos eventos que possam ter um impacto significativo nos mercados financeiros.*

Indicadores de Conjuntura Económica em Portugal

	2013			2014			2015			2016		
	Out..	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.
Contas Nacionais (Base 2010)												
PIB	-1.1%	0.9%	-	-	-	0.9%	-	-	0.9%	-	-	-
Consumo privado	-1.3%	2.3%	-	-	-	2.6%	-	-	1.7%	-	-	-
Consumo público	-2.0%	-0.5%	-	-	-	0.9%	-	-	0.2%	-	-	-
Investimento	-5.1%	5.5%	-	-	-	-1.2%	-	-	-3.0%	-	-	-
Exportações	7.0%	3.9%	-	-	-	3.1%	-	-	1.5%	-	-	-
Importações	4.7%	7.2%	-	-	-	4.6%	-	-	0.9%	-	-	-
Preços e salários												
Taxa de inflação média (%)	0.3	-0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Taxa de inflação homóloga (%)	0.2	-0.36	0.63	0.40	0.78	0.45	0.48	0.33	0.55	0.61	0.72	0.63
Taxa de inflação harmonizada (%)	0.2	-0.3	0.7	0.3	0.7	0.2	0.5	0.4	0.7	0.7	0.8	0.7
Inflação de bens (taxa harmonizada)	0	-1.3	-0.1	-0.2	-0.5	-0.4	-0.2	-0.7	-0.1	0.1	0.3	0.1
Inflação de serviços (taxa harmonizada)	0.4	1.1	1.7	0.9	1.1	1.7	1.5	1.8	1.8	1.6	1.4	1.5
Var. de salários sector priv. (taxa anualizada, %)	-0.1	1.0	0.8	-	1.4	1.4	1.5	3.3	0.8	2.1	1.6	-
Nível de actividade												
Indicador coincidente do Bdp (tvh)	1.2	0.1	1.4	1.5	1.3	0.6	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
Índice de produção industrial (tvh)	4.8	-1.1	4.3	1.4	0.6	-0.3	3.1	-1.7	1.2	-1.1	2.1	1.8
Índice de confiança na indústria	-5.1	-2.8	-1.4	-2.2	0.7	-0.3	-2.4	-1.4	-0.3	-1.8	-3.2	-1.8
Índice de confiança dos consumidores	-29.3	-15.8	-11.9	-14.4	-9.7	-14.2	-12.5	-12.1	-14.1	-13.5	-13.9	-12.6
Índice de confiança no sector da construção	-45.1	-39	-37.1	-35.7	-34.7	-34.3	-33.1	-32.7	-33.4	-32	-29.6	-30.1
Índice de confiança no comércio a retalho	-0.6	-0.2	-0.2	1.3	2.1	-0.1	0.4	-0.2	-0.2	0.6	1	1.3
Vendas de retalho (tvh)	0.3	2.7	3.3	0.7	0.6	4.1	1.5	2.3	0.5	3.9	4	2.9
Vendas de automóveis (tvh)	35.8	37.9	16.1	13.9	17.7	26	31.8	6.4	13.6	10.9	0.6	12.8
Vendas de dimento (tvh)	-21.1	-9.2	0.5	22.4	3.5	-15.8	-8.5	-8.7	-2.0	-2.1	-12.6	0.0
Dormidas no sector da hotelaria (tvh)	4.6	10.5	6.8	7.9	8.8	10.0	15.5	21.1	17.9	7.7	3.7	-
Taxa de desemprego (%)	15.3	13.5	-	-	-	-	-	-	10.8	-	-	-
Exterior												
Balança corrente (ytd; M.E.)	2626.5	110.3	1031.1	953.2	754.9	-368.6	-788.8	-392.4	-1540.0	-522.3	-42.9	-
Bens e serviços (ytd; M.E.)	-9639.6	-10780.1	-8507.6	-9207.7	-10400.6	-669.9	-1358.3	-2420.6	-4999.2	-5549.1	-6709.1	-
Exportações mercadorias (tvh)	4.6	1.7	4.2	4.2	3.8	-2.5	-0.5	-1.6	-1.7	-1.9	-1.1	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	2.0	4.0	4.3	4.7	4.3	-1.3	1.2	0.4	0.9	0.8	0.5	-
Importações mercadorias (tvh)	1.1	3.4	2.2	2.2	2.0	-1.3	2.0	1.2	-1.0	-1.6	-2.2	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	2.0	6.0	7.1	6.9	6.8	5.4	6.5	5.3	3.9	4.5	4.3	-
Balança financeira (M.E.- ytd)	5,587.8	3,127.9	2,975.0	3,467.0	3,257.0	-373.6	-797.1	-158.1	337.7	-1,003.8	543.1	1,463.2
Invest. directo em Port. (M.E.- ytd)	8,676.6	9,837.2	361.4	-331.4	-1,206.5	523.8	1,250.2	2,311.2	2,236.2	2,788.0	4,317.2	4,617.8
Invest. directo de Port. no exterior (M.E.- ytd)	5,125.7	7,194.9	301.4	523.2	719.6	131.3	478.8	758.9	1,058.9	1,149.6	1,438.1	1,658.6
Outro invest. em Portugal (M.E.- ytd) (3)	-14,517.7	1,121.0	-9,423.4	-10,220.5	-11,314.8	-1,472.1	2,688.8	10.5	894.4	1,540.7	3,709.1	4,851.1
Outro invest. de Portugal no ext. (M.E.- ytd) (3)	-10,614.5	4,575.1	-6,797.8	-8,914.6	-9,401.8	-1,981.7	-2,368.0	-1,766.7	-2,229.0	-2,495.3	519.1	840.6
Finanças públicas												
Financ. das administrações públicas (ytd; M.E.)	6,156.0	13,305.0	5,898.0	5,500.0	8,537.0	-304.0	-250.0	353.0	1,276.0	125.0	2,692.0	5,163.0

Fontes: Dados compilados pelo BPI a partir de publicações do Banco de Portugal e INE. Nota: Os dados são apresentados em valores de final do período com excepção do PIB e desemprego, que correspondem à variação anual da produção e à média anual da taxa de desemprego, respectivamente, para os anos 2013 e 2014.

(1) tvh - taxa de variação homóloga

(2) Variação das remunerações declaradas à Segurança Social, excluindo as entidades empregadoras do sector bancário;

(3) Excluindo investimento de carteira e derivados financeiros

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I

	2012			2014			2015			2016								
		Out.	Nov.	Dez.		Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Out.	Nov.		
Matérias Primas																		
Preço do petróleo (USD/Barril Brent)	110.82	55.76	47.62	42.82	35.75	33.20	35.94	38.72	46.36	48.31	48.42	41.01	46.18	47.71	46.69	-		
Índice preços de matérias primas - USD (t.v.h.)	-11.2	-4.9	-16.9	-20.9	-18.2	-13.9	-12.9	-8.5	-4.2	-3.9	-4.5	-1.1	6	6.9	4.2	-		
Custos laborais																		
EUA	-1.6	2.7	-	-	2.7	-	-	2.4	-	-	2.6	-	-	-	-	-		
Zona Euro	1.3	1.2	-	-	1.6	-	-	1.6	-	-	1.0	-	-	-	-	-		
Japão	0.2	0.9	0.7	0.0	0.0	0.0	0.7	1.5	0.0	-0.1	-4.5	1.2	0	-	-	-		
Taxas de juro de curto prazo																		
EUA	0.25	0.26	0.33	0.42	0.61	0.61	0.63	0.63	0.64	0.69	0.65	0.76	0.84	0.85	0.88	-		
Zona Euro	0.27	0.06	-0.07	-0.12	-0.13	-0.18	-0.22	-0.25	-0.27	-0.28	-0.29	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-		
Japão	0.15	0.11	0.08	0.07	0.08	0.05	-0.01	0.00	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	-0.03	-0.03	-0.03	-		
Taxas de juro de longo prazo																		
EUA	3.03	2.17	2.14	2.21	2.27	1.92	1.73	1.77	1.83	1.85	1.47	1.45	1.58	1.59	1.83	-		
Alemanha	1.93	0.54	0.52	0.47	0.63	0.33	0.11	0.15	0.27	0.14	-0.13	-0.12	-0.07	-0.12	0.16	-		
Japão	0.74	0.33	0.31	0.31	0.27	0.10	-0.06	-0.03	-0.08	-0.11	-0.22	-0.19	-0.06	-0.09	-0.05	-		
Taxas de câmbio efectivas																		
EUA (+ valorização;-depreciação)	2.8	8.4	12.5	12.3	10.7	10.8	8.5	4.4	3.7	5.7	5.2	4.2	1.3	1.3	3.2	-		
Zona Euro	4.8	-5.2	-6.4	-8.9	-5.6	1.1	1.2	5.6	3.5	3.7	3.0	3.9	1.4	1.3	3.5	-		
Japão	-17.5	-7.9	-2.1	4.1	6.9	5.7	10.9	9.2	10.6	16.5	24.2	21.1	19.6	18.8	18.2	-		
Preços no produtor																		
EUA	1.4	-0.6	-4	-3.3	-2.7	-1.2	-2	-2.3	-1.5	-2.2	-2	-2.2	-2.1	-0.1	-	-		
Zona Euro	-0.7	-2.7	-3.2	-3.2	-3	-3	-4.1	-4.1	-4.4	-3.8	-3.1	-2.6	-2.1	-	-	-		
Japão	2.5	1.8	-3.8	-3.7	-3.6	-3.3	-3.5	-3.9	-4.3	-4.4	-4.3	-4	-3.6	-3.2	-	-		
Preços no consumidor																		
EUA	1.5	0.8	0.2	0.5	0.7	1.4	1	0.9	1.1	1	1	0.8	1.1	1.5	-	-		
Zona Euro	0.8	-0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	-0.2	0	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5	-		
Japão	1.6	2.4	0.3	0.3	0.2	-0.1	0.2	0	-0.3	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-	-		
Massa monetária																		
EUA (M2)	5.4	5.9	5.6	6	5.7	6.2	5.8	6.2	6.4	6.7	6.9	7	7.3	7.4	-	-		
Zona Euro (M3)	1	3.8	5	4.8	4.5	5.1	5	5.1	4.6	4.9	5	4.9	5.1	5	-	-		
Japão (M2)	4.2	3.6	3.7	3.3	3.1	3.2	3.2	3.2	3.4	3.4	3.5	3.4	3.3	3.6	-	-		

Fontes: IEA market report, Economist, UE, FMI, OCDE, Bdp, Bloomberg.
 Nota: taxas de variação homóloga, excepto quando indicado o contrário.

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional II

	2013			2014			2015			2016		
	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.
Crescimento do Produto												
EUA (anualizado)	4.0	2.3	-	-	-	0.8	-	-	1.4	-	-	2.9
Zona Euro (q/q)	0.2	0.4	-	-	-	0.5	-	-	0.3	-	-	0.3
Japão (q/q)	0.0	0.6	-	-	-	0.5	-	-	0.2	-	-	-
Desemprego												
EUA	6.7	5.6	5.0	4.9	4.9	5.0	5.0	4.7	4.9	4.9	4.9	5.0
Zona Euro	11.9	11.3	10.6	10.4	10.3	10.2	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	-
Japão	3.7	3.4	3.2	3.2	3.3	3.2	3.2	3.2	3.1	3.0	3.1	3.0
Confiança das Empresas												
EUA - Índice de confiança PME	93.8	100.3	96.0	94.5	92.9	92.6	93.6	93.8	94.5	94.6	94.4	94.1
Zona Euro - Índice do Eurostat (manufaturas)	-2.8	-4.9	-1.9	-3.1	-4.1	-4.1	-3.6	-3.7	-2.8	-2.6	-4.3	-1.8
Japão - Índice Tankan (global)	17.0	15.0	-	-	-	17.0	-	-	17.0	-	-	16.0
Confiança dos Consumidores												
EUA - Índice da Universidade de Michigan	82.5	93.6	90.0	91.3	91.7	91.0	89.0	94.7	93.5	90.0	89.8	91.2
Índice do Conference Board	77.5	93.1	99.1	92.6	94.0	96.1	94.7	92.4	97.4	96.7	101.8	103.5
Zona Euro - Índice do Eurostat	-13.7	-11.0	-7.5	-5.9	-8.8	-9.7	-9.3	-7.0	-7.2	-7.9	-8.5	-8.2
Japão - Índice do ESRI	40.6	38.3	41.1	41.8	39.7	41.6	40.7	41.5	42.5	41.6	42.6	43.0
Indicador Avançado da OCDE												
EUA	107.4	109.8	110.5	110.6	110.8	111.0	111.2	111.4	111.6	-	-	-
Zona Euro	101.9	102.5	103.7	103.8	104.0	104.0	104.1	104.2	104.2	-	-	-
Japão	103.7	103.0	103.5	103.4	103.4	103.4	103.4	103.5	103.5	-	-	-
Indicador da Actividade Industrial												
EUA - ISM manufaturas	55.9	54.9	49.4	48.4	49.5	51.8	50.8	51.3	53.2	52.6	49.4	51.5
PMI manufaturas	52.7	50.6	52.3	52.8	51.2	51.6	51.7	51.5	52.8	52.0	51.7	52.6
Japão - Índice de actividade industrial (sa)	102.9	101.9	103.0	102.2	101.6	102.3	103.2	101.9	102.9	103.1	103.3	-
Produção Industrial (t.v.h.)												
EUA	1.9	3.5	-0.5	-2.1	-1.4	-2.0	-1.4	-1.3	-0.6	-0.7	-1.3	-1.0
Zona Euro	1.7	1.0	2.8	2.4	0.8	-0.2	2.0	0.5	0.8	-0.4	1.9	-
Japão	7.2	-0.1	-1.6	1.4	-1.2	0.2	-3.3	-0.4	-1.5	-4.2	4.5	0.9
Vendas a Retalho (t.v.h.)												
EUA	3.3	3.6	1.6	1.6	3.6	1.7	3.0	2.2	2.8	2.4	2.1	2.7
Zona Euro	0.2	3.2	2.7	2.2	2.6	2.0	1.7	1.9	1.8	2.0	1.4	-
Japão	2.8	-1.4	-0.7	-1.8	-2.7	-5.1	-4.0	-5.2	-5.5	-5.3	-3.3	-4.8
Balança Comercial (mil milhões moeda local; saldo acumulado últimos 12 meses)												
EUA	-702.2	-752.2	-637.0	-699.5	-762.6	-63.7	-129.0	-186.3	-244.9	-307.4	-433.4	-493.6
Zona Euro	152.1	182.0	238.8	242.9	244.9	243.3	242.5	252.0	269.4	264.6	271.8	-
Japão	-11,645	-12,875	-2,955	-2,840	-2,776	126	298	574	961	1,229	1,862	2,227

Fontes: Bloomberg, Conference Board, Economist, ESRI, Eurostat, OCDE, Reuters e Universidade de Michigan.

Nota: os dados anuais correspondem a valores de final do período com excepção do PIB e desemprego, que correspondem à variação anual da produção e à média anual da taxa de desemprego, respectivamente, para os anos 2012 e 2013.

Cotações no Mercado Spot

Data	EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	EUR/CHF	USD/JPY
03-out-16	1.1236	113.90	0.8732	1.0918	101.37
04-out-16	1.1161	114.50	0.8754	1.0949	102.59
06-out-16	1.1185	116.00	0.8832	1.0942	103.71
07-out-16	1.1140	115.44	0.9035	1.0946	103.63
10-out-16	1.1160	115.39	0.9007	1.0960	103.40
11-out-16	1.1079	114.90	0.9023	1.0938	103.71
12-out-16	1.1020	114.50	0.8999	1.0906	103.90
13-out-16	1.1038	114.49	0.9043	1.0904	103.72
14-out-16	1.1002	114.76	0.8991	1.0889	104.31
17-out-16	1.0994	114.46	0.9049	1.0872	104.11
18-out-16	1.0993	114.37	0.8957	1.0886	104.04
19-out-16	1.0979	113.49	0.8934	1.0854	103.37
20-out-16	1.0980	113.76	0.8957	1.0852	103.61
21-out-16	1.0886	112.96	0.8932	1.0825	103.77
24-out-16	1.0891	113.29	0.8902	1.0821	104.02
25-out-16	1.0872	113.65	0.8900	1.0848	104.53
26-out-16	1.0925	113.97	0.8947	1.0838	104.32
27-out-16	1.0927	114.39	0.8916	1.0838	104.69
28-out-16	1.0922	115.10	0.8991	1.0855	105.38
31-out-16	1.0946	114.97	0.9005	1.0820	105.03

Var. Mês %	-2.58	0.94	3.13	-0.90	3.61
Var. em 2016 %	0.44	-11.41	22.00	-0.65	-11.80
Média mensal	1.1017	114.41	0.8945	1.0883	103.86

Fonte: BPI, BCE.

Taxas Oficiais de Conversão do Euro

Escudo (PTE)	200.482
Peseta (ESP)	166.386
Franco Francês (FRF)	6.55957
Lira (ITL)	1936.27
Marco Alemão (DEM)	1.95583
Libra Irlandesa (IEP)	0.787564
Markka Finlandesa (FIM)	5.94573
Florim Holandês (NLG)	2.20371
Xelim Austríaco (ATS)	13.7603
Franco Belga (BEF)	40.3399
Franco Luxemburguês (LUF)	40.3399
Dracma Grega (GRD)	340.75
Tolar Esloveno (SIT)	239.640
Lira Maltesa (MTL)	0.429300
Libra Cipriota (CYP)	0.585274
Coroa Eslovaca (SKK)	30.1260
EEK (Coroa estoniana)	15.6466
LVL (Lats letão)	0.702804
LTL (Litas lituana)*	3.45280

Fonte: BCE.

Nota: (*) Desde 01/01/2015.

MTC-II

	Data de entrada	Taxa Central face ao Euro	Bandas de Var. Nominal	Banda Actual
DKK (Coroa dinamarquesa)	01.01.1999	7.46038	+/-2.25%	<1%

Fonte: BCE.

Taxas de Juro Internacionais

31.Out.16

	O/N	1 Mês	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR	-0.41%	-0.38%	-0.32%	-0.21%	-0.07%
USD	0.43%	0.53%	0.88%	1.26%	1.58%
JPY	-0.03%	-0.03%	-0.01%	0.02%	0.12%
GBP	0.23%	0.27%	0.40%	0.56%	0.81%
CHF	-0.79%	-0.79%	-0.73%	-0.64%	-0.49%

Fonte: BPI, Reuters

Nota: Taxas de juro multicontribuídas para todas as moedas.

Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

	2013				2016												
					Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	
Valor de Obrigações emitidas no mercado interno e externo																	
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	270,360	264,641	264,431	261,899	263,147	263,611	266,064	267,414	268,740	270,362	-	-	-	-	-	-	
Emissões líquidas (10 ⁶ euros)	-118	2,840	764	-791	1,393	1,956	1,824	1,772	71	2,937	-	-	-	-	-	-	
Valor de Obrigações do Tesouro emitidas																	
Emissões brutas OT's (10 ⁶ euros) ¹	0	0	3,966	0	2,504	1,466	1,324	1,124	2,333	0	2,057	-	-	-	-	-	
Emissões brutas BT's (10 ⁶ euros) ¹	1,115	998	1,936	999	1,864	1,100	1,991	999	2,354	1,567	2,730	-	-	-	-	-	
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ²	584	22	143	0	214	190	0	0	0	1	-	-	-	-	-	-	
Valor Obrig. emitidas por Empresas (10 ⁶ euros)																	
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	34,151	33,523	33,289	33,199	33,609	33,291	33,937	33,667	33,653	33,618	-	-	-	-	-	-	
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³	279	1,170	-196	-102	431	-311	634	-268	-32	-45	-	-	-	-	-	-	
Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras (10 ⁶ euros)																	
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	58,995	51,768	51,559	51,638	50,787	50,614	50,753	50,492	49,679	49,594	-	-	-	-	-	-	
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³	547	-235	-453	226	-590	-238	192	-223	-237	-90	-	-	-	-	-	-	
Dívida Pública Transaccionável em euros - Saldo Vivo (10 ⁶ euros)	109,957	119,879	122,377	121,560	123,196	125,746	127,121	129,047	129,548	132,103	132,971	-	-	-	-	-	
BT's	16,242	15,023	13,596	14,445	13,755	14,855	14,165	15,054	14,523	16,090	15,699	-	-	-	-	-	
OT's	92,400	103,865	107,790	104,357	106,738	108,188	109,555	110,593	111,679	111,466	112,726	-	-	-	-	-	
Outras obrigações	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	-	-	-	-	-	
Outros Títulos (ECP, MTN's, etc)	1,264	940	940	2,707	2,652	2,652	3,350	3,349	3,295	4,496	4,495	-	-	-	-	-	
Capitalização Bolista de Dívida Diversa (10 ⁶ euros)	8,289	5,745	5,809	4,646	4,386	4,348	5,438	5,952	5,870	6,800	5,054	-	-	-	-	-	
Valor de Obrig. na posse de não residentes ⁴	76,829	78,106	-	-	74,393	-	-	72,475	-	-	-	-	-	-	-	-	
Stock em fim de período/Capitalização Bolista	0.8	0.8	-	-	0.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Transac. de Obrig. do Tesouro no MEDIP. ⁵ (média diária) (10 ⁶ euros)	126	141	197	212	59	60	114	116	109	-	-	-	-	-	-	-	

Fonte: BPI, Banco de Portugal, BVL, JGCP.

Notas: 1. Inclui apenas emissões em mercado interno de Títulos de Dívida Transaccionáveis - BT's, OT's e OTRV's.

2. Inclui emissões no mercado interno e externo pela Administração Central; inclui certificados de aforro.

3. Inclui emissões no mercado interno e externo; inclui títulos de participação.

4. Inclui apenas Dívida Pública emitida no mercado interno e o valor encontra-se expresso em milhões de euros.

5. MEDIP: Mercado Especial de Dívida Pública, a funcionar desde 24.07.00 (inclui EuroMTS)

Taxa de Rendimento de Obrigações do Tesouro

03.Nov.16

Título	Maturidade	Saldo vivo (10 ⁶ EUR)	Anos	Vida Meses	Cupão	Preço	Modified Duration	YTM
Obrig. do Tesouro								
OTs 10 Anos 07	2017-10-16	6,786	0	11	4.350%	104.21	0.95	0.002%
Ots 10 Anos 08	2018-06-15	8,180	1	7	4.450%	106.79	1.57	0.269%
Ots 10 Anos 09	2019-06-14	10,139	2	7	4.750%	110.27	2.47	0.782%
Ots 10 Anos 10	2020-06-15	10,736	3	7	4.800%	111.86	3.32	1.422%
OTs 15 Anos 05	2021-04-15	11,839	4	5	3.850%	108.82	4.04	1.776%
OTs 7 Anos 15	2022-10-17	4,581	5	11	2.200%	99.34	5.51	2.319%
OTs 15 Anos 08	2023-10-25	8,558	6	11	4.950%	114.06	5.97	2.715%
Ots 10 Anos 13	2024-02-15	12,076	7	3	5.650%	117.40	5.89	2.962%
Ots 10 anos 15	2025-10-15	11,893	8	11	2.875%	97.08	7.78	2.920%
Ots 10 anos 16	2026-01-21	7,332	9	2	2.875%	97.08	7.82	2.920%
Ots 15 anos 14	2030-02-15	4,915	13	3	3.875%	101.89	10.01	3.691%
OTs 30 Anos 06	2037-04-15	8,604	20	5	4.100%	102.21	13.47	3.939%
OTs 30 Anos 15	2045-02-15	3,000	28	3	4.100%	99.06	16.06	4.131%
OTs 30 Anos 15	2045-02-15	3,000	28	4	4.100%	96.93	16.13	4.131%

Fonte: BPI.

Nota: O YTM é uma taxa anual.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações

	01.11.2016	Var. % 1m	Var. % 6m	Var. % Ytd	Var. % face Mínimo 52 semanas	Data Mínimo 52 semanas	Var. % face Máximo 52 semanas	Data Máximo 52 semanas	Var. % 1ano	Ind. Geral PER Estimado
DJ EURO STOXX 50	3,023.2	-0.6	-1.5	-8.6	11.7	2016-02-11	-15.3	2015-11-30	-13.1	14.2
DJ EURO STOXX	325.5	-1.1	-0.8	-6.8	13.1	2016-02-11	-12.4	2015-12-01	-10.1	14.8
DJ EUROPE STOXX 50	2,784.2	-2.8	-3.1	-10.9	8.0	2016-02-11	-16.4	2015-12-03	-14.3	15.4
DJ EUROPE STOXX	335.3	-3.1	-2.6	-9.1	9.8	2016-02-11	-14.2	2015-12-03	-11.8	15.7
MSCI EUROPE	1,388.7	-0.7	3.1	-1.7	15.6	2016-02-11	-5.5	2015-11-30	-4.1	n.a.
BBG US INTERNET	124.3	-2.8	12.9	8.9	39.7	2016-02-08	-3.8	2016-10-05	9.7	27.5
FTSE 100	6,917.1	-0.6	9.9	9.9	24.7	2016-02-11	-3.8	2016-10-11	7.8	16.6
DAX	10,526.2	-1.1	2.7	-3.3	19.5	2016-02-11	-9.1	2015-11-30	-5.1	13.0
CAC 40	4,470.3	-0.7	-0.5	-4.7	13.5	2016-02-11	-11.8	2015-11-06	-10.1	14.4
PSI-20	4,624.9	-0.7	-10.3	-14.1	9.3	2016-06-24	-18.9	2015-11-04	-17.1	15.1
IBEX 35	9,040.7	1.4	-1.3	-6.7	17.5	2016-06-27	-16.3	2015-11-04	-14.5	15.7
DOW JONES INDUST.	18,037.1	-1.6	0.7	3.3	16.5	2016-01-20	-3.5	2016-08-15	1.0	16.5
S&P 500	2,111.7	-2.9	1.1	3.0	16.3	2016-02-11	-4.1	2016-08-15	0.0	17.7
NASDAQ COMPOSITE INDEX	5,153.6	-3.3	6.6	2.6	22.0	2016-02-11	-3.8	2016-09-22	0.2	21.4
S&P UTILITIES	490.4	-2.8	0.2	5.9	20.0	2016-01-20	-4.3	2016-07-20	2.9	17.0
S&P FINANCIALS INDEX	326.5	1.0	2.2	0.7	23.3	2016-02-11	-3.3	2015-11-06	-1.6	13.1
NIKKEI 225	17,134.7	4.2	6.1	-10.0	15.3	2016-06-24	-14.4	2015-12-01	-8.3	17.1
BOVESPA	63,326.4	8.5	18.2	46.1	70.9	2016-01-20	-3.0	2016-11-01	38.1	15.9
MSCI WORLD	1,289.0	-1.4	2.6	0.9	15.4	2016-02-11	-2.2	2015-12-01	-1.5	n.a.
MSCI WORLD	1,241.0	-0.2	-1.8	-4.1	n.a.	2016-02-11	n.a.	2015-05-21	-8.3	n.a.

Fonte: Bloomberg.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações (cont.)

	01.11.2016	Var. % 1m	Var. % 6m	Var. % Ytd	Var. % face Mínimo 52semanas	Data Mínimo 52semanas	Var. % face Máximo 52semanas	Data Máximo 52semanas	Var. % 1ano	Ind. Geral PER Estimado
DJ EUROPE TELECOM	286.3	-3.0	-10.2	-17.7	3.2	2016-06-27	-23.7	2015-12-01	-20.7	17.6
DJ EUROPE BANK	149.6	4.6	-2.9	-19.8	26.0	2016-07-06	-25.6	2015-11-09	-24.2	12.1
DJ EUROPE TECHNLGY	337.6	-8.8	4.6	-5.6	13.8	2016-02-11	-9.9	2015-12-03	-3.7	20.7
DJ EUROPE INDUSTRIAL	427.3	-4.5	-0.1	-1.4	17.2	2016-02-11	-8.2	2015-12-01	-3.0	16.7
DJ EUROPE INSURANCE	238.4	0.7	-5.2	-17.6	15.5	2016-07-06	-21.4	2015-12-03	-17.2	10.4
DJ EUROPE MEDIA	262.6	-6.5	-8.4	-14.8	4.3	2016-06-27	-19.0	2015-12-02	-16.5	17.1
DJ EUROPE FINANCIAL	390.8	-2.9	-4.5	-13.8	12.6	2016-06-27	-18.1	2015-12-02	-15.5	14.8
DJ EUROPE OIL&GAS	286.7	-0.4	0.4	7.2	26.4	2016-01-21	-7.0	2015-11-04	-1.5	20.7
DJ EUROPE UTILITY	277.5	-5.1	-7.8	-10.1	2.8	2016-02-11	-14.3	2015-11-04	-13.1	14.3
DJ EUROPE AUTO	492.7	-1.1	-2.7	-15.1	19.0	2016-07-06	-20.1	2015-12-01	-13.8	8.2
DJ EUROPE CONSTRUCT	400.8	-3.5	2.1	2.0	21.7	2016-02-09	-4.8	2016-09-07	2.0	18.5
DJ EUROPE HEALTHCARE	667.3	-7.3	-6.1	-15.9	2.1	2016-02-09	-18.5	2015-12-03	-16.3	15.9
DJ EUROPE PR & HO GOODS	740.6	-4.4	-1.2	-2.5	8.5	2016-02-11	-8.6	2015-12-03	n.a.	19.2
DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE	217.3	-4.1	-7.7	-18.5	5.9	2016-06-27	-20.3	2015-12-03	n.a.	14.4
DJ EUROPE BAS.RESR	348.5	3.8	14.9	41.2	80.7	2016-01-20	-2.9	2016-11-01	16.2	18.3
DJ EUROPE FOOD&BEV	605.0	-6.4	-1.9	-6.1	3.2	2016-02-11	-11.2	2015-12-03	-6.3	21.6
DJ EUROPE CHEMICAL	797.7	-1.6	0.7	-4.2	15.0	2016-02-11	-11.8	2015-11-26	n.a.	16.6
DJ EUROPE RETAIL	303.6	-0.5	-3.7	-10.3	10.6	2016-06-27	-18.1	2015-11-05	n.a.	n.a.
S&P AUTOMOBILES	113.3	-3.6	-5.5	-9.9	14.1	2016-02-11	-15.9	2015-11-23	-14.1	6.7
S&P INFORMATION TECHNOLOGY	794.1	-1.0	13.2	10.0	26.6	2016-02-08	-2.2	2016-10-24	7.1	17.3
S&P CONSUMER DISCRETIONARY	615.3	-3.3	-3.6	-1.0	14.6	2016-02-08	-6.0	2016-08-15	-4.7	18.1
S&P CONSUMER STAPLES	538.7	-1.3	-0.3	4.1	11.0	2016-01-20	-6.1	2016-07-14	4.8	20.8
S&P ENERGY	505.4	-4.7	-1.4	10.6	31.8	2016-01-20	-6.6	2015-11-03	-3.6	n.a.
S&P HEALTH CARE	775.0	-6.9	-4.3	-6.8	7.1	2016-02-08	-11.6	2016-08-01	-7.7	15.0
S&P MATERIALS	291.9	-2.8	-1.8	6.5	27.2	2016-01-20	-6.1	2016-08-23	1.8	18.1
S&P TELECOMMUNICATION SERVICES	156.2	-9.2	-8.0	3.3	8.7	2016-01-20	-16.5	2016-07-05	3.5	12.8

Fonte: Bloomberg.

Índices CRB de Preços de Futuros de Commodities

	Preços							Variação				
	Peso	02.Nov.16	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	31.dez.15	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	ytd
CRB Futuros												
Índice Global	100%	183.8	187.3	178.2	183.3	195.4	176.7	-1.9%	3.2%	0.3%	-6.0%	4.0%
CRB Energia												
Petróleo		45.3	47.9	47.9	47.9	46.1	47.9	-5.5%	-5.5%	-5.5%	-1.9%	-5.5%
Heating oil		146.1	150.4	150.4	150.4	150.7	150.4	-2.9%	-2.9%	-2.9%	-3.1%	-2.9%
Gas natural		2.8	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	25.6%	25.6%	25.6%	25.9%	25.6%
CRB Metais Preciosos												
Ouro		1302.6	1313.3	1364.4	1295.8	1135.9	1060.2	-0.8%	-4.5%	0.5%	14.7%	22.9%
Platina		993.7	1028.6	1172.1	1086.4	978.4	891.7	-3.4%	-15.2%	-8.5%	1.6%	11.4%
Prata		18.6	19.2	20.7	17.7	15.4	13.8	-3.1%	-10.1%	5.4%	20.8%	34.8%
CRB Agrícola												
Milho		346.8	379.0	379.0	379.0	379.0	379.0	-8.5%	-8.5%	-8.5%	-8.5%	-8.5%
Sementes de soja		976.8	910.5	910.5	910.5	910.5	910.5	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
Trigo		412.5	519.0	519.0	519.0	519.0	519.0	-20.5%	-20.5%	-20.5%	-20.5%	-20.5%
CRB Alimentares												
Cacau		2684.0	3366.0	3366.0	3366.0	3295.0	3366.0	-20.3%	-20.3%	-20.3%	-18.5%	-20.3%
Café		162.3	114.3	114.3	114.3	118.8	114.3	42.0%	42.0%	42.0%	36.6%	42.0%
Sumo de laranja		230.0	106.8	106.8	106.8	106.8	106.8	115.4%	115.4%	115.4%	115.4%	115.4%
Açúcar		21.3	14.8	14.8	14.8	15.1	14.8	43.8%	43.8%	43.8%	40.7%	43.8%
CRB Industriais												
Cobre		221.9	233.1	233.1	233.1	231.9	233.1	-4.8%	-4.8%	-4.8%	-4.3%	-4.8%
Algodão		68.3	61.6	61.6	61.6	61.6	61.6	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
CRB Gado												
Bovino		105.5	98.9	116.2	115.8	141.7	135.8	6.7%	-9.2%	-8.9%	-25.5%	-22.3%
Suíno		47.0	49.0	68.9	78.4	58.2	59.8	-4.2%	-31.8%	-40.1%	-19.3%	-21.4%

Fonte: Bloomberg.

"Esta publicação destina-se exclusivamente a circulação privada. A informação nela contida foi obtida de fontes consideradas fiáveis, mas a sua precisão não pode ser totalmente garantida. As recomendações destinam-se exclusivamente a uso interno, podendo ser alteradas sem aviso prévio. As opiniões expressas são da inteira responsabilidade dos seus autores, reflectindo apenas os seus pontos de vista e podendo não coincidir com a posição do BPI nos mercados referidos. O BPI, ou qualquer afiliada, na pessoa dos seus colaboradores, não se responsabiliza por qualquer perda, directa ou potencial, resultante da utilização desta publicação ou seus conteúdos. O BPI e seus colaboradores poderão deter posições em qualquer activo mencionado nesta publicação. A reprodução de parte ou totalidade desta publicação é permitida, sujeita a indicação da fonte. Por opção própria, os autores não escrevem segundo o novo Acordo Ortográfico. Os números são apresentados na versão anglo-saxónica, ou seja, utilizando a vírgula como separador de milhares e o ponto como separador decimal e utilizando a designação de "milhar de milhão" para 10^9 ."

BANCO BPI. S.A.

Rua Tenente Valadim, 284
Telef.: (351) 22 207 50 00

4100 - 476 PORTO
Telefax: (351) 22 207 58 88

Largo Jean Monnet, 1 - 9º
Telef.: (351) 21 724 17 00

1269-067 LISBOA
Telefax: (351) 21 353 56 94